



UNIVERSIDADE CANDIDO MENDES  
PROGRAMA DE MESTRADO EM DIREITO

**A SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO NA PARCERIA  
PÚBLICO-PRIVADA: UMA ANÁLISE DE DIREITO SOCIETÁRIO**

**Um estudo sobre o modelo societário mais  
adequado para a exploração de uma parceria  
público-privada.**

**JUAN LUIZ SOUZA VAZQUEZ**

**Orientador**

Prof. Dr. Manoel Messias Peixinho

Rio de Janeiro

Setembro de 2009



UNIVERSIDADE CANDIDO MENDES  
PROGRAMA DE MESTRADO EM DIREITO

## **A SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO NA PARCERIA PÚBLICO-PRIVADA: UMA ANÁLISE DE DIREITO SOCIETÁRIO**

Apresentação de Dissertação ao Programa de Mestrado da Universidade Candido Mendes, na área de concentração Direito Econômico e Desenvolvimento, seguindo a linha de pesquisa Regulação, Concorrência, Inovação e Desenvolvimento, como condição parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito.



**VAZQUEZ, Juan Luiz Souza**

**A SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO NA PARCERIA PÚBLICO-PRIVADA: UMA ANÁLISE DE DIREITO SOCIETÁRIO: Juan Luiz Souza Vazquez. Rio de Janeiro. Universidade Candido Mendes, Mestrado em Direito, 2009.**

Xi, 118 p., Tabelas, 21 x 29,7 cm.

**Orientador: Prof. Dr. Manoel Messias Peixinho**

**Dissertação (Mestrado) – UCAM, Mestrado em Direito, 2009.**

**Referências Bibliográficas, f. 111-118. 1. Sociedade de Propósito Específico 2. Direito Societário 3. Direito Administrativo Empresarial. 4. Parcerias público-privadas. 5. Desenvolvimento.**



UNIVERSIDADE CANDIDO MENDES  
PROGRAMA DE MESTRADO EM DIREITO

**A SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO NA PARCERIA  
PÚBLICO-PRIVADA: UMA ANÁLISE DE DIREITO SOCIETÁRIO**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado em Direito,  
submetida à aprovação da Banca Examinadora composta  
pelos seguintes membros:

---

Orientador: Prof. Dr. Manoel Messias Peixinho

---

Prof. Dr.

---

Prof. Dr.

---

Prof. Dr.



## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, pelos exemplos que são em minha vida;

Aos meus irmãos pela confiança que sempre depositaram em mim;

Ao meu orientador, Prof. Dr. Manoel Messias Peixinho, exemplo de como deve ser um professor e um ser humano. Um verdadeiro mestre, com o qual tive o imenso prazer de poder compartilhar de seu precioso tempo;

Aos meus amigos de mestrado: Bernardo, Marcelo, Sérgio, Bianca, Dóris, Emiliano e Tavorari, por sermos todos vencedores;

A meu grande amigo e colega do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro, Márcio Souza Guimarães, a quem devo tudo o que conquistei na área acadêmica, por ter acreditado no meu potencial e, principalmente, na minha lealdade. Obrigado;

Ao Prof. Marcos Juruena Villela Souto, minha profunda admiração;



Dedico este trabalho a Renata Vazquez, meu eterno amor,  
inspiração de todas minhas conquistas e aos meus filhos:  
Bernardo, Bruno e Bento.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
<b>CAPÍTULO I – A SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO .....</b>	<b>19</b>
1. Generalidades e Conceito .....	19
1.1 A SPE e a <i>Joint Venture</i> .....	22
1.2 A SPE e o Consórcio .....	25
1.3 A SPE na Licitação.....	27
1.4. A SPE na Lei de Recuperação de Empresas.....	28
1.5. A SPE na Lei Complementar .....	30
<b>CAPÍTULO II – SOCIEDADE LIMITADA .....</b>	<b>32</b>
2. Generalidades .....	32
2.1 A Importância e Origem da Sociedade Limitada .....	33
2.2 Registro da Sociedade Limitada .....	35
2.3 Responsabilidade do Sócio na Sociedade Limitada .....	36
2.4 Nome Empresarial .....	41
2.5 Fonte Normativa Supletiva.....	41
2.6 Capital Social na Sociedade Limitada .....	44
2.7 Cessão de Quotas na Sociedade Limitada .....	48
2.8 Penhora de Quotas na Sociedade Limitada .....	51
2.9 Deliberações Sociais na Sociedade Limitada .....	54
2.9.1 Assembléia e Reunião de Sócios na Sociedade Limitada .....	56
2.9.2. Convocação, Publicação e Quorum.....	57
2.9.3 Dispensa da Assembléia ou Reunião.....	60
2.10 Direito de Retirada na Sociedade Limitada .....	61
2.11 Exclusão de Sócios na Sociedade Limitada .....	67
2.12 Conselho Fiscal na Sociedade Limitada.....	75

2.13 Conselho de Administração na Sociedade Limitada .....	75
2.14 Acordo de Quotistas na Sociedade Limitada.....	76
2.14.1 Acordo de Bloqueio na Sociedade Limitada .....	78
2.14.2 Acordo de Voto na Sociedade Limitada.....	79
<b>CAPÍTULO III – SOCIEDADE ANÔNIMA.....</b>	<b>81</b>
3.1 Generalidades .....	81
3.2 Registro e Constituição da Sociedade Anônima.....	82
3.3 Responsabilidade dos Sócios na Sociedade Anônima.....	85
3.4 Nome Empresarial da Sociedade Anônima .....	86
3.5 Classificação das Sociedades Anônimas .....	87
3.5.1 Sociedade Anônima Fechada .....	87
3.5.2 Sociedade Anônima Aberta .....	89
3.6 Emissão de Valores Mobiliários.....	100
3.6.1 Ações .....	109
3.6.1.1 Ações Ordinárias .....	113
3.6.1.2 Ações Preferenciais .....	114
3.6.1.3 Ações Golden Shares.....	120
3.6.2 Debêntures .....	122
3.7 Commercial Paper .....	124
3.8 Capital Social.....	127
3.9 Poder de Controle na Sociedade Anônima .....	129
3.9.1 Conceito de Poder de Controle.....	131
3.9.2 Espécies de Poder de Controle .....	132
3.9.3 Acionista Controlador e Acionista Majoritário .....	137
3.9.4 Abuso de Poder de Controle.....	138
3.10 Acordo de Acionistas.....	147

3.10.1 Natureza do Acordo de Acionistas .....	150
3.10.1 Efeitos em Relação à Sociedade e Terceiros .....	151
3.10.2 Acordos de Bloco .....	151
3.10.3 Acordos de Voto .....	155
3.10.4 Descumprimento do Acordo e Execução Específica.....	158
3.10.5 Rescisão Unilateral do Acordo de Acionistas .....	166
3.11 Assembléia na Sociedade Anônima .....	168
3.11.1 Convocação, Publicação e Quórum.....	169
3.12 Administração da Sociedade Anônima .....	173
3.12.1 Conselho de Administração na Sociedade Anônima.....	173
3.12.2 Diretoria.....	176
3.12.3 Responsabilidade dos Administradores.....	177
3.12.4 Natureza da Responsabilidade dos Administradores.....	182
3.12.5 Ação de Responsabilidade.....	183
3.12.6 Business Judgment Rule.....	184
3.12.7 Insider Trading .....	195
3.12.8 Tag Along .....	199
3.12.9 Drag Along .....	200
3.12.10 Opção de Compra e Venda.....	201
<b>CAPÍTULO IV – A SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO NA LEI 11.079/2004 .....</b>	<b>203</b>
4. Fundamentos para a Parceria do Estado com o Setor Privado .....	203
4.1 A Solução Através da PPP.....	207
4.2 Algumas Características da PPP.....	212
4.3 Obrigatoriedade da Constituição da SPE .....	214
4.4 Capital Social.....	216
4.5 O Modelo Societário da SPE.....	217

4.6 Transferência de Controle da SPE.....	229
4.7 Considerações Sobre o Poder de Controle .....	231
4.8 Possibilidade da SPE na PPP Ser Uma Companhia Aberta e Negociar Valores Mobiliários no Mercado de Capitais .....	234
4.9 Governança Corporativa na SPE Prevista na Parceria Público-Privada.....	235
4.10 Vedação À Administração Pública da Assunção da Maioria do Capital Votante da SPE na PPP .....	240
4.11 A Lei de Parceria Público-Privada do Rio de Janeiro .....	245
<b>CONCLUSÕES.....</b>	<b>247</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>252</b>
<b>ANEXO I</b>	

## RESUMO

A presente dissertação pretende analisar qual seria o modelo mais adequado para a criação da SPE na parceria público-privada (PPPs), a partir do estudo das características de cada um dos tipos societários existentes em nosso ordenamento jurídico. A correta escolha do modelo de sociedade para a SPE pode ser determinante para o sucesso da PPP. Para desenvolver o argumento, discute-se, em um primeiro momento, o conceito de SPE, a sua utilização em diversas outras hipóteses e a sua distinção em relação às *joint ventures* e os consórcios. Em seguida, analisa-se o contexto da legislação societária, apontando os principais traços característicos e as controvérsias existentes em cada modelo societário, tendo sido estudada: a sociedade simples, a sociedade em nome coletivo, a sociedade em comandita simples, a sociedade limitada, a sociedade anônima e a sociedade em comandita por ações. No terceiro capítulo, discutiram-se as questões referentes à SPE na PPP e as suas principais controvérsias, tais como: a possibilidade de assunção do controle da SPE pela Administração Pública, a possibilidade de solução de conflitos pela arbitragem, a autorização da Administração para transferência do controle e adoção de regras de governança corporativa. Aplicaram-se os conceitos extraídos do capítulo anterior para solução destas questões. Conclui-se que o modelo mais adequado para a criação de uma SPE para exploração de uma PPP é sociedade anônima aberta, considerando a viabilidade de ser realizada uma oferta pública de valores mobiliários, como forma de financiamento da atividade.

**Palavras-chave:** Parcerias público-privadas; SPE; Direito Societário; Desenvolvimento; Brasil.

## **ABSTRACT**

This dissertation aims at analyzing which model would be the most adequate for the creation of the Special Purpose Society (SPS) to the Private-Public Partnership (PPP), having as starting point the basic features of each one of corporate kinds that exists under Brazilian law. The correct pick of the corporate kind to the SPS may be of paramount importance to the PPP. In order to develop the argument, it is discussed, at first, the concept of SPS, its use in other situations, and the main differences if compared to joint ventures and consortiums. Secondly, the corporate law applicable is analyzed, and the main aspects and controversies of each corporate kind are pointed out – other corporate kinds have also been studied. In the third chapter, the most relevant controversies regarding SPS in the PPS have been discussed, such as: control take over by the government, dispute settlement through arbitration, government authorization for divestiture of corporate interest, and good governance practices. The basics concepts of the previous chapters were applied in the resolution of these questions. The research lead to the conclusion that the most adequate solution regarding the establishment of an SPS to a PPP is a joint-stock company, taking into account the feasibility of a public offer of stocks as a financing solution.

**Key-words:** Private-Public Partnership, SPS, Corporate Law; Development; Brasil.

## **INTRODUÇÃO**

### **(1) OBJETIVO**

A questão do modelo societário mais adequado para a exploração de uma SPE na PPP ainda é tema pouco estudado no ambiente da Lei 11.079/2004, embora seja um dos pontos fundamentais para o sucesso do negócio, considerando que a escolha por um tipo societário que não atenda às necessidades daquela atividade poderá por em risco a própria parceria. Existem questões societárias mais profundas que precisam ser mais detalhadas e contextualizadas com a parceria público-privada, bem como é necessário entender o significado das normas contidas no artigo 9º da Lei 11.079/2004, para se compreender o objetivo do legislador.

Desta forma, visa a presente dissertação demonstrar qual é o modelo de sociedade mais adequado para a constituição de uma SPE na PPP e as conseqüências desta escolha no aspecto societário.

### **(2) PROBLEMA CENTRAL**

A presente dissertação pretende discutir qual seria o modelo de sociedade mais adequado para a constituição de uma sociedade de propósito específico para exploração de uma parceria público-privada. Existem seis tipos societários em nosso ordenamento jurídico: sociedade simples, sociedade em nome coletivo, sociedade em comandita simples, sociedade limitada, sociedade anônima e sociedade em comandita por ações, sendo as quatro primeiras regidas pelo Código Civil de 2002 e as duas últimas pela Lei 6.404/1976. O estudo do problema será centralizado na sociedade limitada e na anônima, que são os mais utilizados em nosso sistema e os únicos que possuem características compatíveis com a parceria público-privada.

### **(3) HIPÓTESES**

A questão do modelo societário mais adequado para a exploração de uma SPE na PPP ainda é tema pouco estudado no ambiente da Lei 11.079/2004, embora seja um dos pontos fundamentais para o sucesso do negócio, considerando que a escolha por um tipo societário que não atenda às necessidades daquela atividade poderá por em risco a própria parceria. Existem questões societárias mais profundas que precisam ser mais detalhadas e contextualizadas com a parceria público-privada, bem como é necessário entender o significado das normas contidas no artigo 9º da Lei 11.079/2004, para se compreender o objetivo do legislador.

Desta forma, visa a presente dissertação demonstrar qual é o modelo de sociedade mais adequado para a constituição de uma SPE na PPP, considerando as características da sociedade limitada e da sociedade anônima, objeto de nosso estudo neste trabalho, bem como as peculiaridades do contrato de parceria público-privada.

A partir do exposto, a presente dissertação argumenta que a SPE não representa um novo modelo de sociedade, pois o seu elemento característico é a especialidade de seu objeto, o qual é voltado exclusivamente para a exploração da parceria público-privada. Diante disso, a SPE terá que ser constituída a partir de um modelo societário já existente em nosso ordenamento jurídico. A princípio, todos os tipos societários se adequariam à SPE na PPP. Porém, ao serem aprofundadas as características de cada sociedade e os requisitos exigidos pela PPP, a pesquisa será concentrada na opção entre uma sociedade limitada ou sociedade anônima para a exploração do contrato de parceria.

#### **(4) METODOLOGIA**

A metodologia adotada neste trabalho seguiu a perspectiva deducionista. Para se chegar ao problema nuclear desta dissertação, partiu-se da análise das principais características dos dois principais tipos societários previstos em nosso ordenamento jurídico: a sociedade limitada e anônima, como forma de identificar aquele que seja mais adequado ao projeto de parceria público-privada.

#### **(5) FONTES PRIMÁRIAS E SECUNDÁRIAS**

As fontes primárias são extraídas da doutrina elaborada pelos autores clássicos versados em direito societário, regulatório, contratual, econômico e administrativo. As fontes secundárias são as leis, e a jurisprudência nacionais e internacionais. As fontes consultadas são bibliográficas.

#### **(6) JUSTIFICATIVA E INSERÇÃO DA PRESENTE DISSERTAÇÃO NA PROPOSTA DO PMD-UCAM**

A relevância do tema é precípua, eis que a consulta ao banco de teses da CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) é central para situar a presente pesquisa no cenário da produção do conhecimento na área em nível nacional. A tabela abaixo mostra o quantitativo de teses obtido quando se lançam as principais palavras-chave relacionadas ao foco do presente estudo. Os resultados obtidos<sup>1</sup> podem ser verificados nas tabelas abaixo:

---

<sup>1</sup> Todos os dados pertinentes às tabelas abaixo foram obtidos através do site da CAPES: <[www.capes.gov.br](http://www.capes.gov.br)>, acesso em 20 de outubro de 2009, às 10:00horas.

Palavras-chave	P	M	D	Total
01. Parceria público-privada	44	319	59	422
02. SPE	10	134	38	182
03. Societário	9	227	63	299
04. Desenvolvimento	5979	102956	31242	140.177

Tabela 1: Banco de Teses Portal CAPES

A Tabela 1 revela uma grande quantidade de trabalhos quando as palavras-chave são apresentadas de forma separada. É importante salientar que “P” se refere a trabalhos resultantes de Mestrado Profissionalizante, “M” àqueles resultantes de Mestrados Acadêmicos e “D” aos defendidos em cursos de Doutorado.

Palavras-chave	P	M	D	Total
05. Parceria público-privada e SPE	0	0	0	0
06. Parceria público-privada e Desenvolvimento	26	175	36	237
07. Parceria público-privada e Societário	0	1	0	1

Tabela 2: Banco de Teses Portal CAPES: Combinação palavras-chave

Uma análise da Tabela 2, por outro lado, revela uma sensível diminuição de trabalhos quando as palavras-chave do assunto da presente dissertação são apresentadas em duplas.

Palavras-chave	P	M	D	Total
08. Parceria público-privada e SPE e Desenvolvimento	0	1	0	1
09. Parceria público-privada e SPE e Societário	0	0	0	0
10. SPE e Desenvolvimento e Societário	0	1	0	1
11. Parceria público-privada e SPE e Desenvolvimento, e Societário	0	0	0	0

Tabela 3: Banco de Teses Portal CAPES: Combinação palavras-chave

Finalmente, observa-se que ao se fazer uma busca agregando-se em uma só expressão todas as palavras-chave centrais do presente estudo, conforme Tabela 3, a saber, parceria público-privada, SPE, desenvolvimento e societário, não surge qualquer trabalho na forma de dissertação de Mestrado.

Do mesmo modo, o tema em questão se adapta à proposta do Programa de Mestrado em Direito da Universidade Candido Mendes, qual seja Direito Econômico e Desenvolvimento, na medida em que a parceria público-privada o direito societário constituem tema essencial ao desenvolvimento de um país no mundo globalizado em que vivemos, afetando diretamente sua soberania e economia.

Espera-se que o estudo possa contribuir para o debate, que apenas se inicia, neste desafio contemporâneo que se coloca para a área do Direito.

## **(7) SÍNTESE DO CONTEÚDO DOS CAPÍTULOS**

A dissertação está dividida em quatro capítulos, além da introdução, da conclusão e das referências bibliográficas.

Há, ainda, o Anexo I, que irá analisar as principais características das sociedades simples, sociedade em comandita simples e da sociedade em comandita por ações, para que seja possível compreender a razão pela qual tais modelos societários não são adequados à exploração de uma parceria público-privada.

### **(7.1) CAPÍTULO I**

O Capítulo I aborda o conceito de sociedade propósito específico, sua previsão legal em outras normas jurídicas, práticas contratuais e sua distinção em relação a institutos próximos, como a *joint venture* e o consórcio.

### **(7.2) CAPÍTULO II**

O Capítulo II apresenta o estudo da sociedade limitada, destacando suas principais características e controvérsias, a fim de contextualizar o referido tipo societário com as peculiaridades da parceria público-privada.

### **(7.3) CAPÍTULO III**

O Capítulo III será destinado à análise da sociedade anônima. Serão debatidas questões importantes referentes a este tipo societário, bem como serão feitas considerações pertinentes à sua adaptação à parceria público-privada.

### **(7.4) CAPÍTULO IV**

O Capítulo IV estuda os dispositivos pertinentes à SPE na Lei 11.079/2004, bem como analisa o modelo societário mais adequado para SPE na exploração de uma parceria público-privada, considerando as características apresentadas nos dois capítulos anteriores referentes às sociedades limitada e anônima, correlacionando-as com as exigências de uma parceria público-privada.

## **CAPÍTULO I – A SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO**

### **1- SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO**

A sociedade de propósito específico ou “SPE”<sup>2</sup> não constitui um novo tipo societário além daqueles já previstos na legislação brasileira. A SPE pode ser uma sociedade simples, em nome coletivo, comandita simples, limitada, sociedade anônima ou comandita por ações. O que a faz ser diferente é o seu objeto social voltado para uma atividade específica.

Ela é denominada de SPE por segregar recursos específicos de seus sócios, sendo certo que ela não será utilizada para celebrar qualquer outro negócio jurídico que não seja aquele para qual foi criada. Esse aspecto acarreta inúmeras vantagens para seus controladores e para aqueles que se relacionam com a SPE, como credores e a própria administração pública.

Neste contexto, a SPE proporciona uma maior transparência em relação aos recursos que transitam por seu caixa, já que não haverá possibilidade de confusão entre o fluxo de capital da controladora ou de seus sócios e o da SPE criada para uma atividade específica. A técnica viabiliza a separação de ativos da sociedade controladora daqueles pertencentes à SPE, em razão do negócio explorado. Assim, é perfeitamente possível identificar quais foram os recursos que ingressaram na SPE, bem como onde foram alocados na realização daquele objeto específico.

A vantagem na utilização deste sistema pode ser exemplificada da seguinte forma: uma incorporadora poderá constituir, para cada empreendimento a ser

---

<sup>2</sup> SPE, neste trabalho, significa Sociedade de Propósito Específico.

explorado, uma SPE e segregar todos os recursos obtidos naquela determinada incorporação, sem que haja uma mescla de recursos advindos de outros negócios, gerando com isso ganhos de eficiência administrativa, pois seria muito difícil e mais oneroso tomar conhecimento de todos os valores que ingressam e saem daquele negócio, inviabilizando, por conseguinte a aferição se aquele empreendimento está dando o retorno financeiro esperado.

O grupo “GAFISA”, conhecido no ramo de incorporação imobiliário e com negócios no Brasil e no exterior, pode ser citado como exemplo desta estratégia. Para cada novo empreendimento, a Gafisa constitui uma SPE para segregação de ativos e isolamento do fluxo de capital que transita pelo grupo. É importante destacar que este modelo de negócio não irá proteger a sociedade de eventuais problemas financeiros envolvendo a sociedade de propósito específico. Isto ocorre, pois a SPE será criada através de uma parceira com outras sociedades (bancos, construtoras, administradoras de imóveis, etc.) que poderão, ao longo do desenvolvimento do negócio, passar por um momento de crise econômico-financeiro e, se isso ocorrer, tal fato acabará influenciando a própria viabilidade da SPE. Neste caso, se um dos sócios da SPE da qual é integrante a GAFISA, deixar de honrar com suas obrigações, a GAFISA terá necessariamente que alocar recursos que não estavam previstos para capitalização daquela SPE, assumindo, portanto, os prejuízos. Obviamente que o sistema de SPE, como ocorre em qualquer tipo de sociedade, representa um risco.

A grande vantagem, portanto, é o isolamento de cada empreendimento, com a afetação dos seus recursos, pois os benefícios são superiores a qualquer prejuízo que porventura possa ocorrer, principalmente por representar um ganho de escala e eficiência administrativa.

É importante ressaltar que se a SPE for constituída sob a forma de companhia aberta ou tiver como controlador uma S/A aberta, será obrigatória a elaboração e publicação de suas demonstrações financeiras<sup>3</sup>, sendo certo que este regime é consagrado pela transparência e certeza dos seus números, viabilizando-se sua fiscalização. Disso resulta que sociedade deverá ter uma maior preocupação com a exatidão do fluxo financeiro que ingressa na companhia, onde este é alocado e como são feitos os pagamentos, sob pena de responsabilidade. Com mais razão ainda, se a companhia estiver sob a influência da *Sarbanes-Oxley Act*<sup>4</sup>, porque obrigatoriamente terá que ser seguido o padrão internacional de contabilidade

Na PPP, por exemplo, seria extremamente difícil para o parceiro público fiscalizar o parceiro privado se não houvesse a determinação de criação de uma SPE. O mesmo se diga em relação à concessão de serviços públicos. Por conta disso, a administração pública insere nos editais de licitação a obrigatoriedade do vencedor do certame criar uma SPE, que geralmente é constituída após o resultado da licitação.

Em se tratando de uma concessão de serviço público, a constituição de uma SPE irá facilitar a solução de controvérsias específicas, como a relativa ao equilíbrio econômico-financeiro do contrato e à fiscalização executada pela administração pública, sendo possível identificar o fluxo de caixa daquela sociedade de propósito específico, confrontando entradas e saídas de capital, o que seria inviável em

---

<sup>3</sup> O mesmo vale para qualquer sociedade que seja considerada de “grande porte”, nos termos do artigo 3º da Lei 11.638/2007. Assim, mesmo uma sociedade limitada, se considerada de grande porte, terá que realizar suas demonstrações financeiras de acordo com o padrão internacional de contabilidade. Existe discussão, no entanto, acerca da necessidade da publicação das demonstrações financeiras para as sociedades limitadas. O Ofício n.º: 099/2008 do DNRC informa às Juntas Comerciais que não deverá ser exigido das sociedades limitadas a publicação destes balanços. No mesmo sentido a CVM já se manifestou no sentido de que não haveria na citada lei qualquer obrigatoriedade para as sociedades limitadas publicarem seus balanços.

<sup>4</sup> Esta Lei Norte-Americana, mais conhecida por “SOX”, será abordada no Capítulo III. De qualquer modo, esta lei foi criada após a quebra das empresas Enron e da WorldCom, em 2002. A norma é mais rigorosa quanto à auditoria externa das companhias abertas, bem como em relação aos procedimentos contábeis.

uma sociedade que desenvolvesse outras atividades além da exploração daquele serviço público, diante da inexistência de isolamento do fluxo de capitais.

A SPE é, portanto, uma sociedade criada para explorar determinada atividade específica, mediante a segregação de recursos e isolamento de ativos, sob a forma de um daqueles tipos societários já existentes em nosso ordenamento jurídico. Depois de esgotado o prazo ou realizado o objeto social, a tendência será a extinção da pessoa jurídica criada para a exploração daquele negócio específico.

Há uma proximidade da SPE em relação à *joint venture* e aos consórcios, mas deles se distancia como será observado, em seguida.

### **1.1- A SPE E A JOINT VENTURE**

Apesar da proximidade existente entre a SPE e a *Joint Venture*, pois ambos são empregados como instrumentos de exploração de negócios específicos, não podemos confundi-los, pois invariavelmente irão ser utilizados em situações diversas.

A *Joint Venture* não tem previsão em nosso ordenamento jurídico, sendo utilizada para exploração de um mercado, mediante a concentração de esforços, com vistas à eliminação ou redução de um risco. Busca-se a agregação de sinergias entre os seus parceiros, para ingressar em um ambiente de negócio específico. Este novo nicho de investimento muitas vezes necessita de uma tecnologia específica não detida por um dos envolvidos, mas que constitui o *Know-How* do outro. Este último é atraído para o negócio por não possuir o capital necessário para realizar o investimento ou não por não desejar correr o risco isoladamente.

É muito utilizada por sociedades estrangeiras que desejam realizar investimentos em locais que não possui o conhecimento necessário sobre as suas características sociais, legais e ambientais, de modo que será útil celebrar uma *Joint Venture* com uma sociedade local possuidora deste *know-how*.

A *Joint Venture* pode ser personificada através da constituição de uma sociedade empresária ou não. Conforme ensina Luiz Olavo Baptista, referido por José Virgílio Lopes Enei<sup>5</sup>:

*“...Embora reconhecendo a natureza necessariamente contratual das joint ventures, a exigir quando menos um contrato tácito, Luiz Olavo Baptista reconhece, com apoio em ampla doutrina, a possibilidade de joint ventures personificadas (incorporated), ou seja, constituídas sob a forma de uma sociedade comercial com tal característica (equity joint venture), muito embora observe que a modalidade mais comum, a exemplo do nosso consórcio, seria aquela desprovida de personalidade jurídica (unincorporated ou non equity joint venture)...”*

Modesto Carvalhosa, por sua vez, informa existirem duas espécies de *joint venture*<sup>6</sup>:

*“...: a) – joint venture agreement, ou seja, consórcio contratual que se traduz na “conjugação de aptidões e recursos empresariais de duas ou mais sociedades”, no qual se mantém “a autonomia das consorciadas, que nomeiam o administrador do consórcio (operator)...”; b) – joint venture corporation, ou seja, a “conjugação de aptidões e recursos empresariais de duas ou mais sociedades, mediante a constituição de uma nova companhia com o objetivo específico de levar avante o empreendimento comum”...”*

---

<sup>5</sup> ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance*. São Paulo: Editora Saraiva, 2007, pág. 81/82.

<sup>6</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Saraiva, Vol. 2, 1.998, pág. 344.

Como se pode observar, a doutrina acaba classificando a *joint venture* de acordo com a criação ou não de uma sociedade de propósito específico, por consequência, a sua constituição não é da essência da *Joint Venture*.

Ainda de acordo com Luiz Olavo Baptista, existiriam seis requisitos para a configuração de uma *joint venture*<sup>7</sup>:

*“...Luiz Olavo Baptista, escorado em autor e precedente judicial norte- americanos, aponta seis requisitos para a configuração de uma joint venture, a saber: (i) contribuição pelas partes em dinheiro, bens, tecnologia ou qualquer outro valor econômico; (ii) interesse patrimonial conjunto no empreendimento; (iii) direito ao controle mútuo ou à gestão da empresa; (iv) expectativa de lucro; (v) direito de participar dos lucros; e (vi) limitação de objeto a um único empreendimento ...”*

Como se percebe, a existência de uma *joint venture*, além de não exigir a constituição de uma sociedade para sua exploração, também representa o direito de controle mútuo da gestão do negócio, o que nos afasta da SPE, que é uma sociedade, como é sugestivo, portanto, com personalidade jurídica distinta de seus membros. Além disso, nem sempre haverá um controle mútuo do negócio.

Algumas vantagens são referidas na elaboração de uma *joint venture*: (a) acesso a tecnologia do parceiro; (b) resulta em ganho de escala e eficiência; (c) redução de perdas em caso de insucesso da sociedade; (d) abertura de um mercado.

De outro lado, podem surgir algumas desvantagens: (a) a transferência de sua tecnologia para terceiro; (b) pode representar uma ineficiência, diante da necessidade de serem adotados procedimentos internos para entendimento do novo mercado a ser explorado, com dedicação de tempo e recursos para a realização do

---

<sup>7</sup> ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance*. São Paulo: Editora Saraiva, 2007, pág. 82/83

negócio; (c) redução da capacidade de decisão, pois dependerá do parceiro para tomar decisões; (d) risco de conflitos internos que inviabilizem o negócio.

Como pôde ser constatado, a *joint venture* pode ser integrada por duas ou mais pessoas, jurídicas ou físicas, o negócio a ser explorado é específico e o controle é compartilhado. A SPE apenas pode ser um veículo específico para a realização da *joint venture*

## 1.2- A SPE E CONSÓRCIOS

A SPE também não se confunde com os consórcios, pois estes constituem modalidade de colaboração empresarial prevista nos artigos 278 e 279 da LSA, cuja natureza é contratual. O consórcio não possui personalidade jurídica, mantendo os seus consorciados a autonomia. Embora não possua personalidade jurídica, podem estar em juízo, ativo e passivamente, bem como poderão celebrar negócios jurídicos. O consórcio deverá ser registrado no Registro Público de Empresas Mercantis e, dentre outras obrigações contratuais, deverá ser informado quem irá representar os consorciados.

Em razão do disposto no artigo 33 da Lei de Licitações, pode-se afirmar que não haverá personalidade jurídica, portanto, não se contrata com o consórcio, mas sim com seus integrantes<sup>8</sup>. Uma vez explorado o negócio específico, desfaz o acordo. Na Lei 8.987/95, admite-se expressamente a possibilidade de o edital de licitação exigir a constituição de uma sociedade de propósito específico, conforme artigo 20.

---

<sup>8</sup> Como ensina Marcos Juruena, na Lei de Licitações a contratação é feita com os consorciados: SOUTO, Marcos Juruena Villela. Direito Administrativo Contratual. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2004.

É muito comum a criação de consórcios para a participação em licitação, devendo o edital trazer tal previsão, mas não se deve esquecer que a existência de cláusula vedando o consórcio, quando este é plenamente viável e o interesse público recomenda a sua presença no certamente, pode se constituir em medida abusiva, perfeitamente sindicável pelo Poder Judiciário, como adverte Henrique Bastos Rocha, citando Horário Augusto Mendes de Souza<sup>9</sup>:

*“...Por isso, a Lei 8987/95, na mesma linha da lei de licitações (Lei 8.666/93), previu a possibilidade de participação de consórcios em licitações para a concessão de serviços públicos, desde que haja previsão no edital. A discricionariedade da entidade concedente quanto à inserção no edital de cláusula que admita a participação de consórcios na licitação para a concessão de serviço público não é absoluta, como observa Horário Augusto Mendes de Souza: Contudo, tal opção somente é discricionária sob o ponto de vista técnico (discricionariedade técnica), fundada em critérios principiológicos de eficiência, economicidade, razoabilidade e realidade, pois a vedação à formação de consórcio, desatendidas tais premissas principiológicas, é plenamente sindicável junto ao Poder Judiciário, notadamente naquelas hipóteses em que o edital vedar a formação do consórcio em que o mesmo seja plenamente razoável em razão da complexidade do objeto...”*

A constituição de um consórcio pode ser extremamente vantajoso para a redução dos riscos de um negócio, principalmente, quando envolver quantias vultosas e responsabilidade civil elevada. Em razão disso, tem sido muito comum a participação de consórcios em licitações para a prestação de serviços públicos, diante da necessidade de serem realizados investimentos de grande porte, bem como envolver um risco acentuado.

---

<sup>9</sup>ROCHA, Henrique Bastos. Sociedades Prestadoras de Serviços Públicos. Dissertação de Mestrado para obtenção do título de mestre na Universidade Cândido Mendes.

Note-se, contudo, que é recorrente estar previsto no edital de licitações o compromisso do vencedor do certame constituir uma SPE após a conclusão da licitação, como forma de segregação de recursos e facilitação da fiscalização a ser realizada pela administração pública.

### **1.3- A SPE NA LEI DE LICITAÇÕES**

Como se afirmou anteriormente, não há dúvida de que o caminho natural para o desfecho de uma licitação seja a constituição de uma SPE pela sociedade vencedora, ainda que seja um consórcio, pois a nova sociedade a ser criada irá segregar os riscos e os ativos daquele negócio a ser explorado. Dessa forma, será muito mais fácil o exercício da fiscalização por parte do poder público e a própria discussão sobre o equilíbrio econômico do contrato.

A SPE é vantajosa para o setor privado, pois será possível ao vencedor da licitação continuar realizando suas atividades que não tenham relação com o serviço público, sem que haja confusão referente aos recebíveis e oneração de seus ativos. Para um consórcio, é muito melhor que haja a criação da SPE, pois ela irá segregar os recursos, permitindo que haja um controle mais específico sobre suas atividades e isolamento dos recursos de cada um dos consorciados, diminuindo os riscos do negócio.

Um bom exemplo para este sistema é o adotado pela Companhia de Concessões Rodoviárias - CCR, que é resultado de um consórcio envolvendo o grupo Andrade Gutierrez, a Camargo Corrêa, a Brisa e a Serveng. A CCR participa das licitações e depois constitui uma SPE para explorar a concessão. A Ponte Rio-Niterói S/A é uma sociedade anônima fechada criada especificamente pela CCR para a

exploração da concessão. Obviamente que estes recursos advindos da exploração da concessão da Ponte Rio-Niterói não se misturarão com os da Via Lagos, que é outra concessão explorada pela CCR. A composição societária da CCR está definida no quadro abaixo<sup>10</sup>:



As SPE's criadas pela CCR para exploração das concessões e prestação de serviços públicos são as seguintes<sup>11</sup>:

<b>Concessão de Rodovias</b>		<b>Transporte de Passageiros</b>		<b>Empresas de Serviço</b>	
Empresa	Participação	Empresa	Participação	Empresa	Participação
<i>Ponte</i>	<b>100%</b>	<i>ViaQuatro</i>	<b>58%</b>	<i>Actua</i>	<b>100%</b>
<i>NovaDutra</i>	<b>100%</b>			<i>Engelog</i>	<b>100%</b>
<i>ViaLagos</i>	<b>100%</b>			<i>STP</i>	<b>38,25%</b>
<i>RodoNorte</i>	<b>86%</b>			<i>Controlar</i>	<b>45%</b>
<i>AutoBA</i>	<b>100%</b>				
<i>ViaOeste</i>	<b>100%</b>				
<i>RodoAnel</i>	<b>95%</b>				
<i>Renovias</i>	<b>40%</b>				

<sup>10</sup> Fonte: <<http://www.grupoccr.com.br/sobre/>>, acesso em 20/09/2009, às 13:horas.

<sup>11</sup> Fonte: <<http://www.grupoccr.com.br/sobre/>>, acesso em 20/09/2009, às 13:horas.

#### **1.4- A SPE NA LEI DE FALÊNCIAS E RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS**

A nova Lei de Recuperação de Empresas – Lei 11.101/2005 – consagrou um novo sistema de insolvência empresarial, cujo principal objetivo é o de permitir a preservação da atividade econômica, rompendo com o sistema anterior que tinha a quebra do devedor como norte principal. Atualmente, existem inúmeros meios para se obter a recuperação judicial ou extrajudicial de uma sociedade empresária, ao contrário do que ocorria à época do Decreto-Lei 7.661/45, que apenas admitia a possibilidade de ser postulada a remissão ou parcelamento da dívida.

O artigo 50 da Lei 11.101/2005 consagrou um rol meramente exemplificativo de meios de recuperação, admitindo-se a substituição dos administradores, a alienação do poder de controle, a transferência do estabelecimento empresarial, a reorganização societária e a constituição de uma sociedade de propósito específico como instrumentos de reequilíbrio econômico-financeiro da sociedade empresária em dificuldade.

Dessa forma, a constituição de uma SPE pode se revelar como um mecanismo eficiente para a recuperação de uma empresa em dificuldade econômico-financeira, principalmente quando se pretender, por exemplo, a emissão de valores mobiliários ou a realização de securitização de recebíveis.

A experiência dos recentes processos de recuperação de empresas tem demonstrado certa frequência na emissão de valores mobiliários no mercado de capitais, como meio de recuperação das empresas. A EUCATEX, por exemplo, além do pagamento através das propriedades, emitiu 20 mil debêntures, que totalizam R\$ 39,5 milhões e serão convertidas em ações: 4.599.549 preferenciais e 2.300.460 ordinárias, representando cerca de 7,5% do capital total da EUCATEX.

Da mesma maneira, a PARMALAT PARTICIPAÇÕES obteve a aprovação de seu plano de recuperação através da emissão de debêntures para pagamento aos credores operacionais e financeiros. A utilização do mercado de capitais como meio de recuperação de empresas tem sido freqüente nos processo de recuperação judicial, inclusive com o aumento do capital social e emissão de novas ações.

Assim, a criação de uma SPE como forma de recuperar uma sociedade empresária em dificuldade econômico-financeira é um meio bastante efetivo que deverá ser considerado no momento do processo de recuperação judicial ou extrajudicial. A recuperanda poderá transmitir bens, valores, recebíveis ou qualquer tipo de crédito que eventualmente possua para a SPE, que poderá utilizá-los para emissão de valores mobiliários, realização de securitização de recebíveis ou até mesmo para ser objeto de venda no processo de recuperação, considerando que não haverá sucessão das obrigações, conforme determina o artigo 60, p. único da Lei 11.101/2005, cuja constitucionalidade foi confirmada pelo STF, nos termos do Informativo n.º: 548.

#### **1.4- A SPE NA LEI COMPLEMENTAR 123/2006**

A Lei Complementar 123/2006 também faz menção à constituição de uma SPE, tendo sido referida no artigo 3º, § 5º e artigo 18, §§ 7º, 9º, 10º e 11º. A redação destes dispositivos foi alterada pela LC 128/2008, que incluiu a SPE formada por microempresas e empresas de pequeno porte como titular de benefícios de natureza fiscal.

A mudança teve como objetivo viabilizar sua competitividade e a sua inserção em novos mercados internos e externos, através de ganhos de escala, redução de custos, gestão estratégica, maior capacitação, acesso a crédito e a novas tecnologias.

Vale ressaltar que todos os dispositivos acima mencionados fazem menção à SPE descrita no artigo 56 da LC 123/2006, que, no entanto, não faz qualquer referência à SPE, mas sim aos consórcios integrados por empresas de pequeno porte e microempresas. Em que pese a confusão do legislador, parece-nos que não há como impedir que a SPE formada por microempresas ou empresas de pequeno porte seja beneficiada pela tributação mais favorável, embora não haja correspondência entre a sociedade de propósito específico e os consórcios, como já ressaltamos.

## **CAPÍTULO II – A SOCIEDADE LIMITADA COMO OPÇÃO DE MODELO SOCIETÁRIO PARA A PARCERIA PÚBLICO-PRIVADA**

### **2- GENERALIDADES**

A sociedade de propósito específico poderá adotar um daqueles modelos de sociedade previstos em nosso ordenamento jurídico, não sendo considerado, portanto, um novo tipo societário. A forma societária adequada poderá ser determinante para o sucesso da atividade econômica a ser explorada através da parceria público-privada, sendo necessário refletir sobre as principais características dos dois tipos de sociedades mais utilizados em nosso país: a sociedade limitada e a sociedade anônima<sup>12</sup>.

Evidentemente a opção do modelo de sociedade para a SPE será influenciada pela natureza da atividade a ser explorada, bem como pela forma de capitalização do negócio, ou seja, a maneira como será realizada a captação de recursos junto aos investidores poderá definir a escolha. Na SPE a ser constituída na Parceria Público-Privada não será diferente, pois a busca pelos recursos para a execução do projeto ou para a prestação dos serviços poderá ser direcionada para o mercado de capitais.

Neste capítulo iremos desenvolver as características mais relevantes da sociedade limitada e que serão levadas em consideração para a definição do modelo da SPE na Parceria Público-Privada.

---

<sup>12</sup> Optamos por nos concentrar nestes dois principais tipos societários, pois a sociedade simples, a sociedade em nome coletivo e a sociedade em comandita simples não possuem características atraentes para a exploração de uma parceria público-privada. Não obstante, escolhemos inserir no Apêndice I, as principais características destas sociedades, externando os motivos pelos quais elas não são empregadas em tais operações.

## 2.1- A IMPORTÂNCIA E ORIGEM DA SOCIEDADE LIMITADA

A sociedade limitada constitui o tipo societário mais utilizado para a exploração de negócios em nosso país, conforme pode ser constatado através das estatísticas disponíveis nas Juntas Comerciais de cada Estado da federação ou no próprio Departamento Nacional do Registro do Comércio – DNRC<sup>13</sup>.

Na Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro, por exemplo, foram constituídas 18.420 (dezoito mil, quatrocentos e vinte) sociedades limitadas entre janeiro e agosto do ano de 2009. Em contrapartida, apenas 150 sociedades anônimas foram registradas no mesmo período, como se observa na tabela abaixo:

<b>MÊS</b>	<b>REQ. EMP</b>	<b>LTDA</b>	<b>S.A</b>	<b>COOP</b>	<b>OUTRAS</b>	<b>CONSÓRCIO</b>	<b>MEI</b>	<b>TOTAL</b>
<b>Janeiro</b>	572	1679	20	12		9		2292
<b>Fevereiro</b>	562	1736	17	9		4		2328
<b>Março</b>	708	2273	13	9		4		3007
<b>Abril</b>	635	2032	18	13		7		2705
<b>Mai</b>	851	2514	24	7		7		3403
<b>Junho</b>	798	2392	15	3		7		3215
<b>Julho</b>	907	3069	24	11	1	7	222	4241
<b>Agosto</b>	839	2725	19	12		11	2502	6108

Fonte<sup>14</sup>: Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro

<sup>13</sup> O site do DNRC contém as estatísticas: [www.dnrc.gov.br](http://www.dnrc.gov.br).

Este cenário revela a importância deste tipo societário no desenvolvimento de negócios em nosso país, já que é o preferido por aqueles que pretendem explorar uma atividade econômica. Um dos fatores que poderá ajudar a compreender esta preferência é a responsabilidade dos sócios, que, no caso, é limitada à integralização do capital social.

É preciso lembrar que a sociedade limitada representou uma grande inovação no fim do século XIX, tendo sido criada como modelo para atender os pequenos produtores, conjugando pontos positivos pertinentes às sociedades por ações e às sociedades de caráter pessoal. Assim, reuniu-se neste tipo societário a responsabilidade limitada de seus integrantes e o caráter pessoal, permitindo-se, dessa forma, que o pequeno negócio pudesse ser desenvolvido a partir de uma responsabilidade limitada.

A sociedade limitada surgiu em 1892 na Alemanha, tendo se espalhado pelo mundo até chegar a nosso país a partir do Decreto 3.798/1919, o qual permaneceu em vigor até o advento do Código Civil de 2002<sup>15</sup>.

Em razão de sua origem, fixou-se a premissa no sentido de que a sociedade limitada deveria ser o modelo societário para o desenvolvimento de pequenos negócios familiares, onde os sócios se relacionam todos os dias e os funcionários e clientes sabem exatamente quem estão à frente da atividade. Isso não aconteceria na sociedade anônima. Atualmente, esta conclusão não mais corresponde à realidade, uma vez que inúmeras multinacionais optaram por adotarem a sociedade limitada para a

---

<sup>14</sup> Consulta realizada no site da Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro, conforme : <<http://www.jucerja.rj.gov.br/servicos/estatistica/EstatisticaSimples.aspx?Titulo=1&Ano=2009>> acesso em 02 de setembro de 2009, às 20:26horas.

<sup>15</sup> Sobre a origem histórica da sociedade limitada, sugerimos a leitura de: LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Limitadas. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 6ª Edição, atualizada e ampliada, 2005.

constituição de suas subsidiárias. Assim, pode citar como exemplo: General Motors, Honda, IBM, Nestlé, Toyota, Ford Motors, Firestone, Bayer, dentre outras.<sup>16</sup>

## **2.2- REGISTRO DA SOCIEDADE LIMITADA**

A sociedade limitada pode ser classificada em empresária ou simples, de acordo com a forma de sua organização econômica e a própria atividade escolhida para ser explorada. É preciso, neste caso, verificar a regra contida no artigo 966 do Código Civil de 2002, na qual pode ser encontrado o conceito de empresário. Esta distinção é importante para definir o registro público competente para o arquivamento de seus atos constitutivos: se for uma sociedade empresária deverá ser registrada na Junta Comercial; caso contrário, os seus atos constitutivos deverão ser arquivados no Cartório de Registro Civil de Pessoas Jurídicas.

É preciso ter muita atenção neste momento, pois se o registro for realizado inadequadamente isto poderá trazer conseqüência direta para seus sócios, principalmente em relação à responsabilidade pelas obrigações sociais. Em alguns casos poderá ser difícil identificar o local correto para o seu registro, surgindo dúvidas quanto à sua classificação como empresária ou não, valendo citar como exemplo a sociedade limitada que realize a prestação de serviços médico-hospitalar<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Modesto Carvalhosa indica que esta opção das multinacionais pelo modelo da sociedade limitada se explica pela tentativa destas de escaparem da obrigatoriedade da publicação de seus balanços, conforme está previsto na Lei de S/A e, recentemente, por força da Lei 11.638/2007. Confira-se artigo referente ao tema no seguinte endereço eletrônico: <[http://www.aasp.org.br/aasp/imprensa/clipping/cli\\_noticia.asp?idnot=2309](http://www.aasp.org.br/aasp/imprensa/clipping/cli_noticia.asp?idnot=2309)>, acesso em 02 de setembro de 2009, às 21:15horas.

<sup>17</sup> Há decisão do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro qualificando tal sociedade como sendo empresária, o que poderá ser considerado como um indicativo: “Requerimento de falência. Efetivação do depósito elisivo e contestação, sustentando a irregularidade no protesto, porquanto não existiria a indicação do responsável pelo recebimento da notificação, bem como, a impossibilidade de decretar-se a quebra, por se tratar de sociedade civil. Afirma, demais disso, o fato de que as notas fiscais não corresponderiam ao que efetivamente foi negociado entre as partes. Sentença de procedência parcial, que deixou de acolher a pretensão maior, em razão do depósito elisivo, afastando as demais alegações da defesa. Apelação da requerida. Ausência de vício no ato do tabelião, porquanto não se revela indispensável a identificação da pessoa que foi intimada. Fé pública de seus atos. Precedentes do C. STJ.

Em se tratando de uma sociedade de propósito específico para exploração de uma Parceria Público-Privada esta dúvida não deverá ocorrer, devendo o seu registro ser realizado na Junta Comercial em razão da necessidade de ser organizada na forma do artigo 966 do Código Civil, isto é, será necessário criar uma estrutura, ainda que mínima, para a execução do projeto ou para a prestação de serviços, o que fará com que sejam reunidos os fatores de produção (capital, trabalho, tecnologia, etc) na organização econômica daquela atividade.

### **2.3- RESPONSABILIDADE DOS SÓCIOS NA SOCIEDADE LIMITADA**

Uma das questões mais importantes neste tipo societário é a responsabilidade dos sócios. De acordo com o artigo 1.052 do Código Civil, a responsabilidade dos sócios de uma sociedade limitada é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social.

A responsabilidade do sócio na sociedade limita corresponde a uma grande vantagem para o sócio em relação aos demais tipos societários, principalmente naqueles onde é prevista a responsabilidade ilimitada do sócio, com é o caso da sociedade em nome coletivo, sociedade em comandita simples (o sócio comanditado) e a sociedade em comandita por ações (os diretores).

---

Em que pese a antiga qualificação como sociedade civil, verifica-se que o novo código adotou a teoria da empresa, qualificando a requerida como sociedade empresária, considerando que a exploração de atividade associada à área da medicina é elemento da empresa, desenvolvido com profissionalidade e organização, sujeitando-se, por conseguinte, aos ditames da lei nº 11.101/2005 (lei de falência). Ausência de demonstração de fatos impeditivos, modificativos ou extintivos do direito da requerente. Recurso conhecido e desprovido. Apelação n.º: 2008.001.31703. Des. Mauro Dickstein - Julgamento: 09/09/2008 – Décima Sexta Câmara Cível. A consulta foi extraída do site do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro: [www.tj.rj.gov.br](http://www.tj.rj.gov.br), acesso em 02 de setembro de 2009, às 21:47horas.

Esta responsabilidade é limitada ao que falta para a integralização do capital social, de sorte que se este já estiver integralizado o sócio não teria mais qualquer tipo de obrigação. Caso o capital não esteja integralizado todos os sócios poderão ser responsabilizados, pois são solidariamente responsáveis por este valor.

É importante compreender o alcance desta responsabilidade sob pena de distorção. Um exemplo que pode ajudar a eliminar qualquer tipo de confusão pode ser elaborado através da leitura do artigo 1.003, p. único, do Código Civil de 2002, cuja aplicação é obrigatória para as sociedades limitadas, por força do artigo 1.057, p. único do mesmo diploma legal.

Confira-se a redação do artigo 1.003, p. único:

*“Parágrafo único. Até dois anos depois de averbada a modificação do contrato, responde o cedente solidariamente com o cessionário, perante a sociedade e terceiros, **pelas obrigações que tinha como sócio.**”*

Uma leitura açodada deste dispositivo poderia nos conduzir a uma interpretação equivocada, no sentido de que o sócio cessionário seria responsável por todas as dívidas da sociedade, como se houvesse uma solidariedade entre este e a sociedade, perante terceiros. Este não é, contudo, o sentido do texto. O que o legislador quis dizer é que o sócio cessionário irá continuar a responder pelas dívidas que tinha como sócio, pelo prazo de dois anos, ou seja, ele somente responderá por aquelas obrigações que já teria como sócio. E quais seriam as obrigações que ele teria como sócio? Por exemplo, integralizar o capital social ou, em certas circunstâncias, responder pelas dívidas tributárias da pessoa jurídica<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Para conhecer o posicionamento do Superior Tribunal de Justiça sobre a responsabilidade do sócio pelas dívidas tributárias da sociedade vale a pena a leitura do REsp. 717.717-SP.

Entretanto, em alguns casos o sócio poderá responder mesmo quando o capital social estiver integralizado. O caso mais freqüente é o da aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica, que, em síntese, permite que o credor obtenha a satisfação de seu crédito no patrimônio do sócio, mesmo sendo a dívida originariamente de responsabilidade da sociedade.

Cumpra destacar que a *disregard doctrine* possui larga aplicação em nosso direito, possuindo, ao menos, duas variações conhecidas por: teoria maior e teoria menor da desconsideração. No primeiro caso, a desconsideração apenas poderia ser aplicada em caso de fraude ou abuso da personalidade jurídica, ao passo que na segunda, apenas será preciso demonstrar o prejuízo e que a sociedade – devedora principal ou originária – não possui bens suficientes para honrar o pagamento da dívida.

O Superior Tribunal de Justiça, no “Caso Osasco” – REsp 279.273 – SP-, reconheceu a existência destas duas teorias, esclarecendo que a teoria menor é uma exceção em nosso ordenamento jurídico, aplicável apenas naquelas hipóteses em que estiver configurada uma relação de consumo ou dano ambiental. Considerando a importância desta decisão para o direito societário, transcrevo a ementa:

*Responsabilidade civil e Direito do consumidor. Recurso especial. Shopping Center de Osasco-SP. Explosão. Consumidores. Danos materiais e morais. Ministério Público. Legitimidade ativa. Pessoa jurídica. Desconsideração. Teoria maior e teoria menor. Limite de responsabilização dos sócios. Código de Defesa do Consumidor. Requisitos. Obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados aos consumidores. Art. 28, § 5º. - Considerada a proteção do consumidor um dos pilares da ordem econômica, e incumbindo ao Ministério Público a defesa da ordem jurídica, do regime democrático e dos interesses sociais e individuais indisponíveis, possui o Órgão Ministerial legitimidade para atuar em defesa de interesses individuais homogêneos de consumidores, decorrentes de origem comum. - A teoria maior da desconsideração, regra geral no sistema jurídico brasileiro, não pode ser aplicada com a mera demonstração de estar a pessoa jurídica insolvente para o cumprimento de suas obrigações. Exige-se, aqui, para além da prova de insolvência, ou a demonstração de desvio de finalidade (teoria subjetiva da desconsideração), ou a demonstração de confusão patrimonial (teoria objetiva da desconsideração). - **A teoria menor da***

*desconsideração, acolhida em nosso ordenamento jurídico excepcionalmente no Direito do Consumidor e no Direito Ambiental, incide com a mera prova de insolvência da pessoa jurídica para o pagamento de suas obrigações, independentemente da existência de desvio de finalidade ou de confusão patrimonial. - Para a teoria menor, o risco empresarial normal às atividades econômicas não pode ser suportado pelo terceiro que contratou com a pessoa jurídica, mas pelos sócios e/ou administradores desta, ainda que estes demonstrem conduta administrativa proba, isto é, mesmo que não exista qualquer prova capaz de identificar conduta culposa ou dolosa por parte dos sócios e/ou administradores da pessoa jurídica. - A aplicação da teoria menor da desconsideração às relações de consumo está calcada na exegese autônoma do § 5º do art. 28, do CDC, porquanto a incidência desse dispositivo não se subordina à demonstração dos requisitos previstos no caput do artigo indicado, mas apenas à prova de causar, a mera existência da pessoa jurídica, obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados aos consumidores. - Recursos especiais não conhecidos. (REsp 279273/SP, Rel. Ministro ARI PARGENDLER, Rel. p/ Acórdão Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 04/12/2003, DJ 29/03/2004 p. 230)*

A teoria da desconsideração da personalidade jurídica representa uma exceção à responsabilidade dos sócios na sociedade limitada, pois a regra seria exatamente blindá-los de qualquer obrigação após a integralização do capital social. Entretanto, a jurisprudência é farta de exemplos nos quais a responsabilidade limitada do sócio não o livrou da obrigação do pagamento de uma dívida que seria originariamente da sociedade, principalmente nas relações de consumo, ambientais e trabalhistas.

De qualquer maneira, percebemos um esforço do próprio Superior Tribunal de Justiça em tentar sistematizar a aplicação deste importante instituto, impedindo a sua banalização e o próprio desenvolvimento da atividade econômica, inclusive em se tratando de responsabilidade ambiental<sup>19</sup> e aquelas de natureza

---

<sup>19</sup> No REsp 647493 / SC, o STJ afastou a teoria da desconsideração da personalidade jurídica em hipótese de dano ambiental, salientando, que: "...5. A desconsideração da pessoa jurídica consiste na possibilidade de se ignorar a personalidade jurídica autônoma da entidade moral para chamar à responsabilidade seus sócios ou administradores, quando utilizam-na com objetivos fraudulentos ou diversos daqueles para os quais foi constituída. Portanto, (i) **na falta do elemento "abuso de direito"; (ii) não se constituindo a personalização social obstáculo ao cumprimento da obrigação de reparação ambiental; e (iii) nem comprovando-se que os sócios ou administradores têm maior poder de solvência que as sociedades, a aplicação da disregard doctrine não tem lugar e pode constituir, na última hipótese, obstáculo ao cumprimento da obrigação...**"

tributária<sup>20</sup>. Há, nitidamente, uma evolução neste aspecto, considerando que o Superior Tribunal de Justiça não admite o ingresso no patrimônio do sócio que não tenha poderes de administração<sup>21</sup>.

Obviamente que existem tantas outras discussões que estariam relacionadas com a teoria da desconsideração da personalidade jurídica, considerando ser um dos institutos que encerram o maior número de controvérsias na doutrina e jurisprudência, mas não se revela prudente, neste trabalho, investigar todas as questões que cercam esta teoria.

Além da possível aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica ou de eventual responsabilidade ambiental, consumerista, trabalhista e tributária, o sócio da sociedade limitada deve se preocupar com a teoria *ultra vires societatis*, cuja análise será realizada no momento em que for abordado o excesso por parte dos administradores na sociedade limitada.

---

<sup>20</sup>A questão relativa à responsabilidade dos sócios pelas dívidas tributárias encerra uma das maiores controvérsias existente no Superior Tribunal de Justiça. Recentemente, a referida Corte definiu que a responsabilidade do sócio apenas será possível diante da incidência de algumas daquelas hipóteses contidas no artigo 135 do CTN. Além disso, apenas deverá responder o sócio que possuir poder de gestão da sociedade. E, ainda, caso o nome do sócio conste da certidão de dívida ativa, ocorrerá uma inversão do ônus da prova em favor da Fazenda Pública, devendo o sócio demonstrar que não tinha poderes de administração da sociedade. Confira-se o AgRg no AgRg no REsp 881911 / SP: (...)1. A responsabilidade patrimonial secundária do sócio, na jurisprudência do E. STJ, funda-se na regra de que o redirecionamento da execução fiscal, e seus consectários legais, para o sócio-gerente da empresa, somente é cabível quando reste demonstrado que este agiu com excesso de poderes, infração à lei ou contra o estatuto, ou na hipótese de dissolução irregular da empresa (...) 3. "A orientação da Primeira Seção desta Corte firmou-se no sentido de que, se a execução foi ajuizada apenas contra a pessoa jurídica, mas o nome do sócio consta da CDA, a ele incumbe o ônus da prova de que não ficou caracterizada nenhuma das circunstâncias previstas no art. 135 do CTN, ou seja, não houve a prática de atos 'com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatutos.'" Precedente: REsp. 1.104.900/ES, Primeira Seção, Rel. Min. DENISE ARRUDA, DJU 01.04.09 4. À luz da novel metodologia legal, publicado o acórdão do julgamento do recurso especial, submetido ao regime previsto no artigo 543-C, do CPC, os demais recursos já distribuídos, fundados em idêntica controvérsia, deverão ser julgados pelo relator, nos termos do artigo 557, do CPC (artigo 5º, I, da Res. STJ 8/2008).

<sup>21</sup> É o caso, por exemplo, do REsp 786.345/SP: "...COMERCIAL. DESPERSONALIZAÇÃO. SOCIEDADE POR AÇÕES. SOCIEDADE POR QUOTAS DE RESPONSABILIDADE LIMITADA. A despersonalização de sociedade por ações e de sociedade por quotas de responsabilidade limitada só atinge, respectivamente, os administradores e os sócios-gerentes; não quem tem apenas o status de acionista ou sócio."

Oportuno considerar, ainda, que o sócio que se retira ou é excluído da sociedade limitada permanecerá com responsabilidade pelas obrigações que tinha como sócio pelo prazo de dois anos, contados do momento em que for averbada a sua saída na junta comercial, nos termos do artigo 1.032 do Código Civil.

É certo que no momento em que for debatida a escolha do modelo societário da SPE na Parceria Público-Privada, um dos temas mais relevantes para sua definição recairá sobre a responsabilidade dos sócios. Neste ponto, a sociedade limitada se revela atraente para o desenvolvimento desta parceria, considerando que seus sócios poderão proteger seu patrimônio. Embora existam algumas hipóteses em que o patrimônio dos sócios poderiam ser atingidos, como é o caso da aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica, ainda assim ela se mostra muito mais vantajosa do que aqueles modelos de sociedade que admitem a responsabilidade ilimitada.

#### **2.4- NOME EMPRESARIAL DA SOCIEDADE LIMITADA**

De acordo com a regra contida no artigo 1.158 do Código Civil de 2002, o nome empresarial da sociedade limitada poderá ser: firma ou denominação. Vê-se, portanto, que há uma opção entre estas duas espécies. Deve-se lembrar que a escolha pela firma poderá não ser oportuna, pois necessariamente deverá conter o nome civil dos sócios e, na saída de um deles, caso o seu nome apareça na designação da sociedade, obrigatoriamente terá que ser realizada uma alteração contratual, face o princípio da veracidade, o que não ocorreria se fosse escolhida a denominação.

Na SPE na Parceria Público-Privada, embora não haja uma regra neste sentido, o ideal será adotar a denominação como espécie de nome empresarial, principalmente em razão de sua praticidade, já que a saída de qualquer sócio não irá impor a alteração do nome empresarial.

## **2.5- FONTE NORMATIVA SUPLETIVA**

Na época em que estava em vigor o Decreto 3.708/1919, havia uma intensa discussão acerca da norma que deveria ser utilizada como fonte normativa supletiva da sociedade por quotas de responsabilidade limitada. Duas posições doutrinárias se firmaram: a primeira que sustentava a aplicação obrigatória da Lei de Sociedade Anônima<sup>22</sup>; e a segunda, que insistia na utilização, em primeiro lugar, do Código Comercial, quando fosse omissivo o Decreto 3.708/1919.

---

<sup>22</sup> Neste sentido: PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. A Sociedade por Quotas de responsabilidade Limitada. Forense, vol. 1, 1958, nr. 69, p. 60. É possível compreender a questão através do RECURSO ESPECIAL Nº 687.351 – MG, cuja ementa merece ser transcrita: COMERCIAL E PROCESSUAL CIVIL. ACÓRDÃO ESTADUAL. NULIDADE NÃO CONFIGURADA. SOCIEDADE POR COTAS DE RESPONSABILIDADE LIMITADA. ALTERAÇÃO SOCIAL. AUMENTO DE CAPITAL. INOBSERVÂNCIA DA PROPORÇÃO DAS COTAS. ALEGADO PREJUÍZO A SÓCIO FALECIDO, POR ERRO. AÇÃO QUE OBJETIVA A RECOMPOSIÇÃO DA PROPORCIONALIDADE ANTERIOR. PRESCRIÇÃO. APLICABILIDADE SUPLETIVA DA LEGISLAÇÃO COMERCIAL, E, PARTICULARMENTE, DO ART. 286 DA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS E NÃO DO CÓDIGO CIVIL ANTERIOR. ARTS. 18 DO DECRETO N. 3.708/1919, 291 DO CÓDIGO COMERCIAL. EXEGESE. PROCESSO EXTINTO. CPC, ART. 269, IV. SÚMULA N. 98 - STJ. I. Não padece de nulidade o acórdão que, fundamentadamente, enfrentou as questões essenciais ao deslinde da controvérsia, apenas que trazendo conclusões contrárias ao interesse da parte irredutível. II. É bienal o prazo prescricional para anular-se alteração de contrato de elevação de capital de sociedade por cotas de responsabilidade limitada, em que se sustenta a inobservância do critério da proporcionalidade do capital, pela aplicação supletiva do art. 286 da Lei n. 6.404/1976, segundo o princípio da prevalência da legislação comercial sobre o Código Civil anterior, preconizado nos arts. 18 do Decreto n. 3.708/1919 e 291 da Lei n. 556, de 25.06.1850. III. "Embargos de declaração manifestados com notório propósito de prequestionamento não têm caráter protelatório" - Súmula n. 98-STJ. V. Recurso especial conhecido em parte e nessa extensão provido. Extinção do processo, nos termos do art. 269, IV, do CPC.

A nosso sentir, a melhor orientação era aquela defendida por João Eunápio Borges<sup>23</sup>:

“Mandando, pois, o art. 18 do Dec. 3.708 que se observem, na parte aplicável, e quando omissa o contrato de uma sociedade por quotas, a lei das sociedades anônimas, o que está clara e insofismavelmente afirmado em lei é que a de sociedades anônimas, pelo próprio fato de ser supletiva do contrato ou dos estatutos, o é igualmente da lei de sociedades por quotas.”

Esta polêmica não ocorrerá após o advento do Código Civil de 2002, por força da regra disposta no artigo 1.053 e seu parágrafo único. O legislador civilista entendeu que, na omissão do contrato social, a fonte normativa supletiva deveria ser a norma pertinente à sociedade simples. Os sócios, se quiserem, podem escolher aplicar supletivamente a Lei de S/A às sociedades limitadas, mas será preciso fazer expressa menção nesse sentido no contrato social.

Deve-se notar, contudo, que mesmo naqueles casos em que a norma supletiva seja a da sociedade simples, ainda será possível recorrer à Lei de S/A pelo emprego da analogia. Dessa forma, por exemplo, se for apresentada para registro uma alteração do contrato social de uma sociedade limitada, constando a operação societária conhecida por “quotas em secretaria” ou “quotas em tesouraria”, na qual a sociedade limitada será titular de suas próprias quotas, será possível recorrer à Lei de S/A através da fonte normativa supletiva ou pelo emprego da analogia, aplicando-se o artigo 30, §1º da Lei 6.404/76. Esta operação societária, embora seja um ponto controvertido após o Código Civil de 2002<sup>24</sup>, admitimos a sua inteira compatibilidade com o referido

---

<sup>23</sup> Conforme artigo publicado na Revista Forense, vol. 128 p. 353.

<sup>24</sup> J. E. Tavares Borba admite a realização desta operação mesmo após o advento do Código Civil de 2002, conforme BORBA, J. E. Tavares. Direito Societário. Editora Renovar: Rio de Janeiro, 8ª edição, pág. 118: “...Neste passo, cabe indagar se as sociedades limitadas continuam autorizadas a adquirir suas próprias quotas. Deve-se começar pela constatação de que não existe incompatibilidade lógica ou jurídica para essa aquisição, tanto que na sociedade anônima continua admitida. Além disso, a Lei 6.404/1976 pode ser adotada contratualmente como legislação supletiva do contrato, atuando nesse caso no sentido de permitir a auto-aquisição das cotas. Ora, se o contrato pode, por via da supletividade, acolher determinadas regras, poderá também, e por idênticas razões, incorporar diretamente essas regras...” Entretanto, o DNRC, através da Instrução Normativa 98/2003, não admite tal prática.

diploma legal. Para tanto, deverá ser verificado se o contrato social da sociedade limitada contém a opção pela aplicação supletiva da Lei 6.404/76, pois, neste caso, a regra das sociedades anônimas prevista no artigo 30, § 1º será aplicada diretamente. De qualquer modo, ante a inexistência de qualquer norma neste sentido no Código Civil de 2002, pode-se recorrer à analogia para se valer da regra da Lei de S/A para solucionar a omissão.

Como se vê, existem duas formas para aplicarmos a Lei 6.404/1976 às sociedades limitadas: a primeira, quando o contrato social da sociedade limitada a escolhe como fonte normativa supletiva; a segunda, por analogia, na hipótese em que a própria regra supletiva também se revela omissa.

É preciso lembrar, contudo, que nem todas as normas contidas na Lei 6.404/76 poderão ser aplicadas às sociedades limitadas, pois será necessário verificar a sua compatibilidade com a estrutura deste tipo societário. Nesse sentido, não poderá uma sociedade limitada emitir debêntures ou qualquer valor mobiliário, por serem incompatíveis com o regime da limitada. A Comissão de Valores Mobiliários – CVM, já foi obrigada a aplicar multas àquelas sociedades limitadas que ofereceram contratos de investimento coletivo<sup>25</sup> no mercado, atuando como se fossem sociedades anônimas, como foi o caso da Avestruz Máster<sup>26</sup> e a Top Avestruz<sup>27</sup>.

A opção do modelo societário de SPE para a exploração de uma Parceria Público-Privada é um dos pontos mais importantes para o desenvolvimento do projeto ou prestação do serviço público. Se a escolha recair sobre uma sociedade limitada, também será essencial definir qual será a fonte normativa supletiva para suprir as

---

<sup>25</sup> Contrato de investimento coletivo, quando oferecido publicamente, é uma espécie de valor mobiliário e está previsto no artigo 2º, Inciso IX, da Lei 6.385/1976.

<sup>26</sup> Deliberação da CVM 473.

<sup>27</sup> Deliberação da CVM 474.

omissões do capítulo da sociedade limitada. A melhor solução, segundo nosso entendimento, é a escolha da LSA, pois é uma legislação societária tecnicamente mais desenvolvida, cujas regras são conhecidas e a interpretação de seus dispositivos já se encontra melhor definida na doutrina e jurisprudência, o que poderá facilitar a resolução de eventuais conflitos societários. Por fim, convém salientar que a sociedade limitada, neste caso, teria um perfil mais compatível com uma sociedade anônima em relação às sociedades simples.

#### **2.4.5- CAPITAL SOCIAL NA SOCIEDADE LIMITADA**

A contribuição para o capital social de uma sociedade limitada é um dever de todos os sócios e poderá ser realizada através do repasse em dinheiro, transferência de bens, móveis ou imóveis e até mesmo pela cessão de créditos. Não se admite a contribuição em serviços, neste caso, por força da regra contida no artigo 1.055, § 2º, do Código Civil de 2002.

O capital social é uma cifra contábil resultante da contribuição dos sócios. Não se pode confundir patrimônio e capital social, sendo o primeiro resultado da soma do ativo e do passivo do seu titular, enquanto que este último se traduz na contribuição feita pelos sócios para a formação da sociedade, constituindo um passivo não exigível no balanço da sociedade.

Diz-se, ainda, que o capital social seria uma cifra de retenção. Esta afirmação está relacionada com o fato de ser considerado como garantia dos credores. Por conta disso, o valor referido no capital social deverá ter correspondência no ativo da sociedade.

Conforme já destacado, todos os sócios devem contribuir para o capital social, comprometendo-se à realização da contribuição no momento em que subscreverem o capital social. Ao assinarem o contrato social, subscrevendo parte do capital social, os sócios passam a ter a obrigação de integralizar suas quotas.

Quanto à forma de contribuição, a princípio, todos os bens passíveis de avaliação econômica poderão ser utilizados para o cumprimento deste dever. Assim, dinheiro, bens móveis, imóveis ou intangíveis, bem como créditos, quotas ou ações de outras sociedades serão admitidos. Além disso, em determinados casos admi-se a prestação de serviços.

É necessário esclarecer que os sócios que contribuírem com bens responderão pela evicção, conforme determina o artigo 1.005 do Código Civil de 2002. Observe-se, contudo, que não haverá incidência do ITBI – Imposto de Transmissão de Bens Imóveis – na transferência do referido bem para a realização do capital social, salvo nas hipóteses determinadas no artigo 156, § 2º, Inciso I, da Constituição da República de 1988<sup>28</sup>. O objetivo da referida norma é claramente incentivar o exercício da atividade empresarial.

A Lei de Registro Público de Empresas Mercantis – Lei 8934/94- permite que seja dispensada a escritura pública para a transferência do bem imóvel para a sociedade, desde que seja feita a descrição do bem no contrato social e apresentada a outorga conjugal, quando necessária. Após a efetivação do registro no Cartório de Registro de Pessoas Jurídicas ou na Junta Comercial, dependendo da natureza empresária ou não da sociedade, pode-se colher uma certidão do Cartório ou da Junta,

---

<sup>28</sup> Artigo 156, § 2º, Inciso I, da Constituição da República de 1988: não incide sobre a transmissão de bens ou direitos incorporados ao patrimônio de pessoa jurídica em realização de capital, nem sobre a transmissão de bens ou direitos decorrente de fusão, incorporação, cisão ou extinção de pessoa jurídica, salvo se, nesses casos, a atividade preponderante do adquirente for a compra e venda desses bens ou direitos, locação de bens imóveis ou arrendamento mercantil.

para que esta seja averbada no Cartório de Registro de Imóveis, conforme artigo 64 da Lei 8934/94.

No tocante aos bens intangíveis, como marca, desenho industrial, invenção e modelo de utilizada, é prudente realizar uma prévia avaliação do bem por empresas especializadas antes da transferência da sociedade, para que seja atestado o real valor deste bem. Ademais, em se tratando de bens de propriedade industrial, deve-se realizar a averbação no Instituto Nacional de Propriedade Industrial – INPI-, para transferência da propriedade.

Na hipótese de integralização com serviços, deve-se ter cautela em relação ao tipo societário adequado. Em se tratando de uma sociedade simples não há maiores problemas, pois o artigo 1.006 do Código Civil de 2002 é claro ao assegurar a possibilidade de ser realizada a contribuição para o capital social dessa forma. Entretanto, não se admite tal forma de contribuição para a sociedade limitada, tendo em vista a proibição expressa contida no artigo 1.055, §2º, do Código Civil de 2002.

Pode-se realizar a contribuição através de cessão de créditos, como se observa na leitura do artigo 1.005<sup>29</sup> do Código Civil de 2002, sabendo-se que o cedente, neste caso específico, será responsável solidário pelo crédito cedido, o que constitui uma exceção à regra contida no artigo 296<sup>30</sup> do mesmo diploma legal.

A contribuição poderá consistir, ainda, em quotas ou ações de outras sociedades. Neste caso é preciso verificar as regras de transferência das quotas ou das ações nas sociedades correspondentes, transferindo-as à sociedade que se pretende ingressar como sócio.

---

<sup>29</sup> Art. 1.005. O sócio que, a título de quota social, transmitir domínio, posse ou uso, responde pela evicção; e pela solvência do devedor, aquele que transferir crédito.

<sup>30</sup> Art. 296. Salvo estipulação em contrário, o cedente não responde pela solvência do devedor.

Há possibilidade de o capital ser integralizado em parcelas, salvo se houver um menor como sócio desta sociedade, pois, nessa hipótese o capital deverá estar integralizado imediatamente. O fundamento desta regra consiste na proteção do incapaz.

Vale assinalar, ainda, que não será admitida a contribuição para o capital social com lucros futuros. O sócio deve efetivamente transferir um bem de seu patrimônio ou realizar as contribuições com dinheiro, serviços ou créditos, mesmo que de forma parcelada, mas não se admite a possibilidade de deixar a sua obrigação prevista apenas quando a sociedade distribuir lucros, até porque estes podem nunca existir.

A falta de contribuição para o capital social de uma sociedade limitada poderá autorizar a exclusão do sócio remisso, na forma do artigo 1.058 do Código Civil de 2002. Caso esta não seja a opção dos demais sócios, será possível notificá-lo para que faça a sua integralização, podendo ser cobrada uma indenização em favor da sociedade por eventuais negócios que tenham sido perdidos em razão da omissão deste sócio ou reduzir-lhe sua participação ao que foi efetivamente contribuído, nos termos do artigo 1.004, parágrafo único, do Código Civil de 2002.

Na SPE para exploração de uma Parceria Público-Privada é importante destacar que o ente federativo também terá a obrigação de contribuir para o capital social desta sociedade. Em razão disso, é preciso fazer incluir na lei orçamentária a previsão destes valores que serão empenhados para transferência à SPE em realização do capital social.

Além disso, considerando a participação do ente federativo na SPE para exploração desta parceria público-privada, será obrigatória a integralização imediata

para o capital social, não se admitindo a possibilidade de sua realização de forma parcelada, tendo em vista a regra de responsabilidade contida no artigo 1.052 do Código Civil de 2002, segundo a qual todos os sócios serão responsáveis solidários pelo que faltar para a contribuição do capital social. Dessa forma, o ente federativo não correrá o risco de ser responsabilizado quando o parceiro privado deixar de integralizar a sua parte no capital social.

#### **2.4.6- CESSÃO DE QUOTAS NA SOCIEDADE LIMITADA**

A regra relativa à cessão de quotas na sociedade limitada está prevista no artigo 1.057 do Código Civil de 2002, na qual pode ser constatado que o contrato social terá plena liberdade<sup>31</sup> para decidir se será ou não permitido o ingresso de terceiros na sociedade ou se existirá um direito de preferência em favor dos demais sócios. É necessário observar que a referida norma somente será aplicável em caso de omissão do contrato, o que evidencia constituir tal dispositivo como norma de caráter supletivo.

A análise do contrato social constitui medida fundamental neste ponto, podendo ser definida a intransferibilidade da cota do sócio de uma sociedade limitada e, caso isso ocorra, sempre que o mesmo queira deixá-la, o caminho natural será o exercício do direito de retirada, pois não se deve admitir a possibilidade do cotista permanecer indefinidamente na sociedade.<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> É preciso ter atenção com a regra do artigo 27 da Lei 8.987/95, que prevê a necessidade de autorização do poder público para a cessão das quotas.

<sup>32</sup> Neste sentido, a lição do professor Tavares Borba: “...A intransferibilidade, desde que adotada, acarretará para a sociedade a obrigação de, sempre que um sócio o solicitar, promover a apuração de seus haveres, pois, se assim não fora, estaria o cotista obrigado a permanecer indefinidamente na sociedade. Dessarte, ou se permite a alienação da cota a terceiro ou se processa a liquidação...”, in BORBA, J. E. Tavares. Direito Societário. Editora Renovar: Rio de Janeiro, 8ª edição, pág. 118.

Esta é uma das principais cláusulas do contrato social de uma sociedade limitada, sendo extremamente importante cuidar de sua análise no contrato social, pois orienta a entrada e saída de um sócio. É necessário assinalar que na sociedade anônima não é possível impedir a entrada ou saída de um acionista, admitindo-se tão-somente, na sociedade anônima fechada, inserir uma norma pertinente ao direito de preferência. Não obstante, nas companhias abertas é muito comum tratar desta questão nos acordos de acionistas, estabelecendo-se o direito de preferência.

Caso não seja disciplinada tal matéria no contrato social, incidirá a regra contida no artigo 1.057 do Código Civil de 2002, segundo a qual a cessão de cotas para já quem ostentar a qualidade de sócio será livre, não sendo necessário oferecer para os demais. No entanto, se forem oferecidas para qualquer pessoa que não seja sócia, deverá contar com a aprovação de sócios que possuam ao menos  $\frac{3}{4}$  do capital social.

Cumprе lembrar que a cessão de cotas não livra o cedente de sua responsabilidade em relação às obrigações anteriores que tinha como sócio, conforme determina o artigo 1.003, p. único, do Código Civil, aplicado compulsoriamente às limitadas por força do artigo 1.057, p. único. É preciso compreender que esta responsabilidade será verificada apenas naquelas hipóteses em que o sócio realmente deveria responder, como é o caso da integralização do capital social, não se tratando de uma responsabilidade solidária com a sociedade por todas as dívidas da sociedade. O prazo para responsabilização do sócio que cedeu suas cotas é de dois anos, contados a partir do momento em que for averbada a modificação do contrato.

Então, o sócio que cedeu suas cotas e deixou a sociedade continuar responsável por aquelas obrigações que teria se ainda fosse sócio, mas esta obrigação

perdura por apenas dois anos a partir da averbação da alteração do contrato no órgão registral.

Na SPE para exploração da Parceria Público-Privada deverá incidir a regra contida no artigo 27 da Lei 8.987/95, portanto, a cessão das quotas implicará necessariamente na obtenção da aprovação prévia do ente federativo, considerando que a parceria público-privada é um contrato administrativo e, nesse sentido, deverá ser perseguido interesse público. Além disso, a Lei de Licitações, no artigo 78, Inciso VI, dispõe que será considerado motivo justo para a rescisão do contrato a cessão de quotas não admitida no edital e no contrato.

#### **2.4.7- PENHORA DE QUOTAS NA SOCIEDADE LIMITADA**

Uma questão sempre muito controvertida é a possibilidade de serem penhoradas as cotas de um sócio na sociedade limitada, por dívida particular deste. Note-se que a cota pertence ao sócio, sendo um bem considerado móvel e de relevante valor econômico. Então, se o sócio assumisse uma dívida particular estas cotas poderiam ou não ser objeto de penhora por seu credor?

Conforme já salientamos ao analisarmos o artigo 1.026 do Código Civil de 2002, é perfeitamente possível a penhora das cotas de um sócio, pois significaria apenas a possibilidade de serem penhorados os fundos líquidos ou, em outras palavras, a parte que competiria ao sócio-devedor no caso de distribuição de dividendos. A penhora de cotas não tem por consequência necessária a sua liquidação a pedido de seu credor,

pois entendemos ser inaplicável o parágrafo único do artigo 1.026 a toda e qualquer sociedade limitada.

Esta última regra somente poderia ser empregada naquelas sociedades limitadas que tivessem como norma supletiva àquelas relativas às sociedades simples, considerando se tratar de norma cuja interpretação deverá ser obviamente restritiva em razão da grave consequência que acarreta, ou seja, a expulsão do sócio. Caso a sociedade limitada seja regida supletivamente pelas normas da sociedade anônima, não consideramos ser possível a sua liquidação pelo credor, pois não há previsão nesse sentido na Lei 6.404/1976<sup>33</sup>.

De qualquer modo, as cotas não estão protegidas por qualquer norma que a considere impenhorável. Neste sentido, basta verificar que o artigo 649 do Código de Processo Civil não a relaciona como um bem impenhorável, razão pela qual deve ser admitida a sua penhora em qualquer circunstância, independentemente se for uma sociedade considerada de “pessoas” ou de “capital”. Atualmente, é irrelevante conhecer a natureza da sociedade limitada para ser autorizada a penhora de cotas neste tipo societário:

TRIBUTÁRIO. AGRAVO REGIMENTAL. AGRAVO DE INSTRUMENTO. EXECUÇÃO FISCAL. INEXISTÊNCIA DE OMISSÃO NO ACÓRDÃO A QUO. PENHORA DE COTAS DE SOCIEDADE DE RESPONSABILIDADE. POSSIBILIDADE. PRECEDENTES. MATÉRIA DE PROVA. PRINCÍPIO DA MENOR ONEROSIDADE. SÚMULA 7/STJ. 1. Cuida-se de agravo regimental interposto por Indústria e Comércio Arno Gartner Ltda. contra decisão com o seguinte entendimento: a) não consta o vício da omissão a ensejar a anulação do julgado por violação do art. 535, II,

---

<sup>33</sup> Existe entendimento em contrário, no entanto, admitindo a aplicação do artigo 1.026, p. único, do CC/2002, para qualquer sociedade limitada, independentemente da norma supletiva. O argumento empregado consistiria na percepção de que o artigo 1.085 do CC/2002 teria feito menção expressa ao artigo 1.030, portanto, este seria sempre aplicável às sociedades limitadas, incluindo o seu parágrafo único.

do CPC; b) possibilidade de penhora de cotas de responsabilidade limitada encontra-se em sintonia com o entendimento deste STJ; c) questões de ordem fática não podem ser revistas na via especial em face da vedação sumular n. 7/STJ. 2. **Entendimento do TRF da 4ª Região de que inexistente óbice à penhorabilidade de cotas sociais em virtude de dívida particular não concernente à empresa encontra respaldo na jurisprudência deste STJ: "As cotas sociais podem ser penhoradas, pouco importando a restrição contratual, considerando que não há vedação legal para tanto e que o contrato não pode impor vedação que a lei não criou"** (REsp 234.391/MG, DJ de 12/02/2001). 3. De igual modo: REsp 712.747/DF, Rel. Min. Castro Filho, DJ de 10/04/2006, AgRg no Ag 475.591/RS, Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, DJ de 23/06/2003, AgRg no Ag 347.829/SP, Rel. Min. Ari Pargendler, DJ de 01/10/2001. 4. A alegação de que a execução não se processou em obediência ao que dispõe o art. 620 do CPC (menor onerosidade), porquanto existentes outros bens passíveis de penhora enseja a análise de questões fáticas. Incidência da Súmula n. 7/STJ. 5. Ausência de violação do art. 535 II, do CPC, já que o Tribunal de origem, posto que com fundamento diverso do pretendido pela recorrente, analisou de forma efetiva a matéria posta em debate na lide. 6. Agravo regimental não-provido. (AgRg no Ag 894.161/SC, Rel. Ministro JOSÉ DELGADO, PRIMEIRA TURMA, julgado em 11/09/2007, DJ 08/10/2007 p. 224)

A possibilidade de penhora de cotas de uma sociedade limitada, por dívida particular de sócio, poderá suscitar controvérsias na SPE criada para a execução do contrato de parceria público-privada. Ao serem integralizadas as cotas da sociedade limitada pelo ente federativo, as mesmas serão consideradas bens públicos e, por conta disso, deverão ser consideradas impenhoráveis. Já a penhora das cotas do parceiro privado poderia implicar na violação do princípio da continuidade do serviço público, comprometendo sua eficiência, segurança e sua atualidade, considerando que a penhora recairia sobre os fundos líquidos pertinentes ao sócio devedor, na forma do artigo 6º da Lei 8.987/95.

Da mesma maneira, seria absolutamente questionável a aplicação do artigo 1.026, p. único nesta SPE constituída para a efetivação de uma parceria regida pela Lei 11.079/2004, pois implicaria na expulsão do sócio daquela sociedade a pedido do seu credor particular. Não é difícil compreender que esta norma seria incompatível com a posição mantida pelo ente federativo naquela sociedade, já que sua quota é impenhorável, por ser bem de natureza pública. No tocante à quota do parceiro privado, também entendemos que seria inadequado o seu emprego, considerando que a SPE não poderia ter apenas um único sócio<sup>34</sup> – neste caso o ente federativo –, o que aconteceria quando fosse requerida a liquidação da quota do devedor. De outro lado, ocorreria uma violação ao princípio da continuidade, segurança, eficiência e atualidade que rege o contrato administrativo, na forma do artigo 6º da Lei 8.987/95.

#### **2.4.8- DELIBERAÇÕES SOCIAIS NAS SOCIEDADES LIMITADAS**

O Código Civil de 2002 estabeleceu uma nova ordem jurídica ao adotar o sistema deliberativo para os negócios desenvolvidos pela sociedade limitada. A mudança foi relevante neste caso, pois na legislação revogada o sócio majoritário tinha o poder de decisão sobre praticamente todas as questões na sociedade limitada. Neste contexto, aplicava-se o chamado princípio majoritário, segundo o qual aquele que detivesse mais da metade do capital social poderia controlar a sociedade.

Na sociedade limitada disciplinada pelo Código Civil de 2002 vigora o princípio deliberativo, pois as decisões passaram a ser tomadas em assembléias ou reunião de sócios e muitas decisões precisam de pelo menos  $\frac{3}{4}$  do capital social para serem aprovadas. Há, ainda, outras questões que exigirão o  $\frac{2}{3}$  dos votos para

---

<sup>34</sup> Até por se tratar de um contrato de parceria.

aprovação. Assim, o sócio que detiver  $\frac{3}{4}$  do capital social poderá exercer o controle da sociedade limitada.

É muito importante ter cautela e muita atenção na elaboração do contrato social da sociedade limitada, principalmente para atender os interesses dos sócios e daquele que irá controlá-la. Neste caso, deve-se reservar para este sócio ao menos  $\frac{3}{4}$  das quotas, caso contrário terá que contar com a anuência de outros sócios minoritários. Este aspecto, no entanto, poderá fazer crescer o número de acordos de cotistas celebrados no âmbito das sociedades limitadas, os quais cuidarão de matérias relativas às transferências de quotas ou utilização do direito de voto, tal qual já ocorre em relação às sociedades anônimas. Aliás, vale ressaltar que estes acordos de cotistas seguirão a mesma disciplina dos acordos de acionistas, inclusive no tocante à validade em relação a terceiros e hipóteses de descumprimento por seus signatários.

A representação do ente federativo nas assembleias, de acordo com Henrique Bastos Rocha<sup>35</sup>:

“...No caso de sociedade de economia mista federal e de outras sociedades de que a União Federal participe, a representação da União Federal nas assembleias gerais fica a cargo da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional – PGFN (Decreto-Lei nº 147/67), através da Procuradoria de Participação Acionária da União (art. 9º do Regimento Interno da PGFN). Para manifestação em assembleia, a PGFN deve articular-se, sobre as matérias a serem deliberadas, com a Secretaria do Tesouro Nacional, a Secretaria de Coordenação e Controle das Empresas Estatais e o Ministério ao qual a estatal é vinculada. No Estado do Rio de Janeiro, os órgãos centralizadores do controle das estatais são a Coordenadoria de Exercício de Controle Acionário das Empresas Estatais, para as estatais ativas (Decreto Estadual nº 11.516/88) e a Coordenadoria

---

<sup>35</sup> ROCHA, Henrique Bastos. Sociedades Prestadoras de Serviços Públicos. Dissertação de Mestrado para obtenção do título de mestre na Universidade Cândido Mendes.

de Empresas em Liquidação, para as estatais em liquidação (Decreto Estadual nº 25.640/99)...”

Desse modo, na SPE para exploração de uma parceria público-privada a representação do parceiro público será realizada, no âmbito federal, pela Procuradoria Geral da Fazenda Nacional, através da Procuradoria de Participação Acionária da União.

#### **2.4.8.1- ASSEMBLÉIA E REUNIÃO DE SÓCIOS NA SOCIEDADE LIMITADA**

O Código Civil de 2002 determina que as decisões tomadas no âmbito de uma sociedade limitada sejam realizadas através da deliberação por seus sócios em uma assembléia ou reunião, tornando este tipo societário mais burocrático.

A assembléia de sócios será obrigatória naquelas sociedades limitadas que possuir mais de dez sócios, conforme regra contida no artigo 1.072, § 1º, do Código Civil de 2002, devendo ser convocada pelos administradores nos casos previstos em lei ou no contrato. A assembléia pode ser classificada em ordinária ou extraordinária, sendo certo que a distinção entre ambas pode ser constatada em razão das matérias que serão abordadas, pois a assembléia ordinária cuidará daquelas descritas no artigo 1.078. Deve-se lembrar, ainda, que a assembléia ordinária será realizada anualmente, nos quatros meses seguintes ao término do exercício social, enquanto que a assembléia extraordinária poderá ser convocada sempre que for necessário.

A reunião de sócios fica restrita àquelas sociedades limitadas que possuam até dez sócios, sendo necessário, contudo, discipliná-la no contrato social, senão ela deverá seguir todas as regras pertinentes às assembleias.

Nada mudará em relação à SPE constituída para efetivação da parceria público-privada, considerando que não poderão ser alteradas pelo Poder Executivo as regras societárias, inclusive em relação à possibilidade da assembleia ou reunião ser dispensada pela decisão tomada por escrito por todos os sócios.

#### **2.4.8.2- CONVOCAÇÃO, PUBLICAÇÃO E QUÓRUM**

A realização de uma assembleia compreende a necessidade de serem observados diversos atos, portanto, os sócios deverão ter cautela em relação à forma de convocação, publicação e quorum para a sua realização e aprovação das matérias, sob pena de nulidade do ato.

De acordo com o artigo 1.152, § 3º, o anúncio de convocação da assembleia será publicado por três vezes, ao menos, devendo mediar, entre a data da primeira inserção e a da realização da assembleia, o prazo mínimo de oito dias, para a primeira convocação, e de cinco dias, para as posteriores.

Este dispositivo não impede a convocação, no mesmo ato, para as duas convocações, como sói acontecer, aproveitando-se a mesma data e local para a realização da segunda convocação. Assim, a primeira convocação se não atendida, daria

lugar à segunda, cuja realização seria no mesmo dia, em seguida à primeira. Isto é possível, porque o dispositivo em referência apenas disciplina o prazo que deverá mediar a publicação da realização da assembléia.

É preciso notar que esta formalidade para a convocação de uma assembléia poderá ser dispensada, nos termos do artigo 1.072, § 2º, do Código Civil de 2002, quando todos os sócios comparecerem à assembléia ou se declararem, por escrito, cientes do local, data, hora e ordem do dia.

Em regra, a convocação deverá ser realizada pelos administradores, mas também poderá ser feita por sócios, quando aqueles a retardarem por mais de sessenta dias, nos casos previstos em lei ou contrato, ou por titulares de mais de 1/5 do capital, quando não atendido, no prazo de oito dias, pedido de convocação fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas<sup>36</sup>. Além desta hipótese, a convocação poderá ser realizada pelo conselho fiscal<sup>37</sup>.

De acordo com o artigo 1.074 do Código Civil de 2002, a assembléia é considerada instalada, em primeira convocação, quando houver o registro de sócios que representem ao menos 3/4 do capital social e, em segunda convocação, com qualquer número.

O sócio poderá ser representado em assembléia por outro sócio, ou por advogado, mediante outorga de mandato com especificação dos atos autorizados, devendo o instrumento ser levado a registro, juntamente com a ata. Observe-se que, ao contrário do sistema adotado pelas sociedades anônimas previstas no artigo 126 da Lei 6.404/1976, o procurador não precisar comprovar sua nomeação há menos de um ano. O

---

<sup>36</sup> Conforme artigo 1.073, Inciso I, do Código Civil de 2002.

<sup>37</sup> Conforme artigo 1.073, Inciso II, do Código Civil de 2002.

sistema da sociedade anônima permite que o procurador seja um administrador, o que não é permitido na sociedade limitada.

A Comissão de Valores Mobiliários já decidiu, nos autos do Procedimento Administrativo da CVM n.º:1794/2008, que é possível utilizar a procuração eletrônica nas assembleias realizadas pelas sociedades anônimas, sem a necessidade do reconhecimento de firma e consularização do documento, em se tratando de investidor estrangeiro. De acordo com a orientação da referida autarquia, bastará a certificação digital<sup>38</sup> e que seja tal medida autorizada pela própria companhia. Além disso, permitiu-se que as assembleias sejam acompanhadas em transmissão online, sempre que a companhia assim admiti-la. Não vemos qualquer impedimento para a utilização destes instrumentos na sociedade limitada e na SPE criada para a instrumentalização da PPP não seria diferente.

O sócio que tiver algum interesse na deliberação não poderá dela participar, ainda que seja na qualidade de mandatário. Este conflito de interesses que poderá ensejar a sua responsabilização deve ter conteúdo patrimonial e estar relacionado diretamente ao sócio. Não há qualquer empecilho no sentido de um sócio votar em si próprio para exercer o cargo de administrador. De outro lado, o sócio administrador não pode participar de deliberação que seja realizada para aprovação de conta dos administradores<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Por meio da ICP-Brasil – MP 2.200/2001 ou por sistema adotado pela própria companhia.

<sup>39</sup> Confira-se a lição de Alfredo de Assis Gonçalves Neto: “...*O interesse, de que trata a norma, deve ser de conteúdo patrimonial e, ainda, dizer respeito ao sócio diretamente. Desse modo, não há proibição de o sócio votar em si próprio para exercer o cargo de administrador, da mesma forma como não há vedação a que vote na distribuição de dividendos maiores do que os propostos pelos administradores, por tal matéria dizer respeito diretamente tanto a ele como aos demais sócios...*” in *Direito de Empresa. Comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil*. Editora Revista dos Tribunais: São Paulo, 2007, pag. 365.

Após a realização da assembléia ou reunião de sócios deverá ser a ata, juntamente com as procurações outorgadas, levada ao órgão de registro em até 20 dias, nos termos do artigo 1.175, §2º, do Código Civil de 2002. Após este prazo, caso não tenha sido levada a registro, somente a partir do registro produzirá efeitos.

A regra geral quanto ao quorum de deliberação está previsto no artigo 1.076 do Código Civil de 2002, mas é preciso ter atenção com o seu *caput*, pois ali existem pelo menos duas exceções. Vale citar como exemplo o quorum para destituição dos administradores: a regra geral contida no artigo 1.076, II, indica que o quorum mínimo seria de mais da metade do capital social. No entanto, se o administrador ostentar a qualidade de sócio e tiver sido nomeado no contrato social, o quorum passará a 2/3, conforme artigo 1.063, § 1º, do Código Civil de 2002.

Assim, a regra geral contida no artigo 1.076 do Código Civil indica três tipos de quoruns: 3/4, mais da metade e maioria simples dos presentes. Há, ainda, outros quoruns previstos no Código Civil, tais como, 2/3 e até mesmo unanimidade, sendo certo que a transformação societária exige o consentimento de todos os sócios, conforme artigo 1.114 do Código Civil de 2002.

#### **2.4.8.3-DISPENSA DA ASSEMBLÉIA OU REUNIÃO NA SOCIEDADE LIMITADA**

Apesar do Código Civil de 2002 exigir a realização da assembléia ou a reunião de sócios, o próprio legislador civilista permitiu que estas fossem dispensadas, nos termos do artigo 1.072, § 3º, quando todos os sócios decidirem por escrito sobre a matéria que seria objeto delas.

Neste contexto, caso todos os sócios tenham decidido por escrito, seria dispensável a realização da assembléia ou reunião de sócios. É necessário salientar que o dispositivo legal não exige que a decisão seja unânime. O que se revela necessário é que todos tenham participado e não exatamente o sentido dos votos dados por cada um dos sócios. Os votos poderão estar contidos em apenas um ou em vários documentos assinados individualmente por cada sócio.

Dispensam-se a necessidade das assembléias ou reuniões de sócios, ainda, quando a sociedade empresária estiver em crise econômico-financeira e precise urgentemente postular em juízo a sua recuperação judicial ou até mesmo a confissão de sua falência, nos termos dos artigos 47 e 105, ambos da Lei 11.101/2005.

Apenas não se admite a dispensa da assembléia ou reunião de sócios quando se tratar da hipótese de exclusão extrajudicial de sócio na sociedade limitada, cuja previsão contida no parágrafo único do artigo 1.085 do CC/2002 estabelece a obrigatoriedade de sua realização, não sendo possível a decisão por escrito. Explica-se a necessidade da assembléia ou reunião de sócios neste caso, pois implicará na expulsão de um sócio e, embora não possa participar da deliberação<sup>40</sup>, possui o chamado “direito de voz” para tentar convencê-los no sentido de votarem contra a sua exclusão.

Como já ressaltamos anteriormente, estas regras serão seguidas na parceria público-privada.

#### **2.4.9- DIREITO DE RETIRADA NA SOCIEDADE LIMITADA**

---

<sup>40</sup> O sócio que será excluído não poderá votar na assembléia ou reunião de sócios que irá decidir sua exclusão, pois seria um caso de voto conflitante, o que não é permitido segundo a regra prevista no artigo 1.010§, 3º, do CC/2002 e no artigo 115, § 4º, da Lei 6.404/1976. A norma aplicável, como se sabe, dependerá do contrato social, na forma do artigo 1.053 do CC/2002.

O sócio de uma sociedade limitada poderá, observando as regras contratuais, ceder suas cotas para terceiros e, neste caso, receberia do próprio adquirente os valores correspondentes à transferência, resolvendo-se a sociedade em relação este sócio, diante do ingresso de terceiro na sociedade<sup>41</sup>. Além disso, em determinadas circunstâncias, o sócio da limitada terá à sua disposição o chamado direito de retirada, com o conseqüente recebimento do reembolso equivalente à sua participação, mediante o levantamento de um balanço especialmente levantado à data da saída do sócio nos termos do artigo 1.031 do CC/2002, o qual será de responsabilidade da própria sociedade<sup>42</sup>.

Em decorrência do princípio segundo o qual ninguém é obrigado a permanecer associado, consagrado no artigo 5º, Inciso XX, da Constituição da República de 1988, discute-se a possibilidade do sócio de uma sociedade limitada exercer o direito de recesso.

A forma como o sócio poderá romper o vínculo societário é extremamente relevante para a definição do tipo societário a ser escolhido pelos sócios, portanto, saber exatamente como é tratado o direito de retirada na sociedade limitada é questão fundamental, assim como todos os seus efeitos.

O Código Civil estabelece no artigo 1.077 quais seriam as hipóteses em que o sócio de uma sociedade limitada poderia deixar a sociedade limitada, devendo manifestar seu interesse no prazo de 30 dias contados da realização da reunião de sócios

---

<sup>41</sup> Mais uma vez lembramos que a saída do sócio na SPE para exploração de uma PPP poderá depender da autorização do ente federativo, aplicando-se, no que couber, a Lei 8.666/93 e a Lei 8.987/95, por força do princípio da continuidade do serviço público.

<sup>42</sup> É interessante inserir no contrato social da sociedade limitada uma cláusula disciplinando o pagamento dos haveres que eventualmente deixar a sociedade, pois em certos casos o pagamento à vista poderia acarretar a quebra da própria sociedade. Assim, a cláusula poderia inserir o prazo de 60 dias para o início do pagamento ou fixar parcelas mensais, tudo com o objetivo de proteger a sociedade de ter que realizar o pagamento imediato, comprometendo o seu equilíbrio econômico-financeiro.

que tiver decidido pela alteração do contrato social ou acolhido uma reorganização societária: fusão e incorporação.<sup>43</sup>

O referido dispositivo não deixa evidenciado se a alteração do contrato social que autorizaria o exercício do recesso do sócio deverá ser substancial ou se admite qualquer tipo de modificação para ensejar o direito de retirada, como é o caso de uma inclusão de filial ou até mesmo uma mudança de endereço. Para Modesto Carvalhosa<sup>44</sup>, a mudança deveria ser suficientemente importante para o desenvolvimento daquela sociedade, não se admitindo que uma simples mudança do contrato social para justificar a saída do sócio:

*“...Nessa ampla hipótese de alteração do contrato social, impõe-se o princípio da justa causa, consubstanciado na existência de alterações que diminuam os direitos patrimoniais ou sociais do sócio retirante, como será, v.g., o aumento ou a diminuição do capital social (arts. 1.081 e ss). Não pode, portanto, prevalecer o direito de retirada sob o pretexto de qualquer modificação do contrato social, quando for irrelevante...”*

Em sentido contrário, José Waldecy Lucena<sup>45</sup> esclarece que qualquer modificação contratual deverá ensejar a possibilidade do sócio dissidente deixar a sociedade limitada, principalmente, quando se percebe que uma deliberação poderá ser reputada para este como essencial, mesmo que aos olhos dos demais não mereça tamanha importância:

---

<sup>43</sup> No tocante à cisão, Arnaldo Wald esclarece, que: “...*Critica-se, descabidamente, a omissão com relação à remissão expressa da hipótese de cisão da sociedade. Entretanto, quando for realizada operação de cisão na sociedade, nascerá, necessariamente, o direito de retirada para o dissidente, na medida em que haverá alteração do contrato social para a sua adequação à nova estrutura do capital ou, ainda, mudança do objeto social...*” In, WALD, Arnold (coord. Sálvio de Figueiredo Teixeira). Comentários ao Novo Código Civil: Livro II – Do Direito de Empresa (artigos 966 a 1.195), Volume XIV. Rio de Janeiro. Editora Forense, 2005, pág. 519.

<sup>44</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil. São Paulo: Saraiva, 2003, vol. 13, pp. 245-246.

<sup>45</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Limitadas*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 5ª, Edição, atualizada e ampliada, 2003, pág. 690/691.

*“...subscrevemos as interpretações de Tullio Ascarelli, de Egberto Lacerda Teixeira e de Nelson Abrão, o primeira a averbar que “o direito de retirada cabe, nesta hipótese, ao sócio divergente de qualquer alteração contratual do contrato social”; o segundo a escoliar que “tomado, em sua acepção mais lata, o termo modificação abrangerá toda e qualquer alteração do pacto institucional e não apenas as alterações que digam respeito à reforma da estrutura básica da sociedade; e o terceiro a apostilar que “não distinguindo o dispositivo qualquer hipótese, é de entender-se que, não importa qual seja o ponto de divergência do sócio, assiste-lhe o direito de afastar-se da sociedade”...Daí porque mostramos compares com a interpretação segundo a qual toda a alteração do contrato social, por menor que seja, sempre autorizará a retirada do sócio dela dissidente...”*

A princípio, entendemos que o direito de retirada motivado por uma alteração contratual poderá ser exercido mesmo em situações que, em uma primeira análise, não parece ser substancial ou relevante. Entretanto, seria possível investigar o caso concreto para saber se aquela determinada alteração é relevante para justificar a quebra do vínculo societário, considerando que o pagamento dos haveres deverá ser realizado pela sociedade.

Neste sentido, uma “simples” alteração de endereço poderia autorizar ou não a utilização da regra contida no artigo 1.077 do Código Civil, sendo certo que tudo iria depender do contexto em que ocorreu tal mudança: se realizada com o objetivo de fraudar terceiros, pode-se ter um motivo relevante para justificar a quebra do vínculo; se, ao contrário, decorrer de um objetivo apenas formal que atenderá melhor os interesses da sociedade, não encontramos razão para incentivar a “indústria do recesso”<sup>46</sup>, diante da possibilidade de no caso concreto estar configurado o abuso da

---

<sup>46</sup> Essa expressão é utilizada para nos referirmos àquelas pessoas que se valem da regra contida no artigo 1.077 do CC/2002 sem que haja uma justa causa para sua utilização, sem seu próprio benefício e não da sociedade. Deve-se recordar que é a pessoa jurídica que irá pagar o reembolso das quotas, portanto, a regra deveria ser interpretada restritivamente, inibindo a ação dos *free-riders* e, por conseguinte, do abuso de direito.

minoria praticado pelo *free rider*<sup>47</sup> ou tomador de carona, que, segundo economistas, seria aquele agente econômico que se beneficia de uma vantagem sem que tenha contribuído para obtenção desta, o que não deixaria de ser, em tese, uma hipótese de abuso de direito.

No que se refere às causas que admitiriam o direito de recesso do sócio, a doutrina também diverge neste ponto. Alfredo de Assis Gonçalves Neto<sup>48</sup> sustenta que as únicas possibilidades de retirada do sócio na sociedade limitada estão contidas no artigo 1.077 do CC/2002, não admitindo, por exemplo, a quebra da *affectio societatis* para a saída do sócio. Ele parte da premissa que as regras do jogo são aquelas definidas no mencionado dispositivo e que não poderiam ser aplicadas normas supletivas no caso em análise, pois não existiria uma omissão no capítulo das sociedades limitadas que autorizaria o emprego da fonte normativa supletiva.

Fábio Ulhoa Coelho classifica as sociedades limitadas como sendo de vínculo estável ou instável, de acordo com a aplicação das regras supletivas da Lei 6.404/1976 ou das sociedades simples, respectivamente. Nas sociedades de vínculo estável, o direito de retirada será regulado pelas regras da sociedade anônima que admite apenas a retirada motivada, sendo o rol considerado fechado<sup>49,50</sup>. Neste caso, os

---

<sup>47</sup> Confira-se, a respeito: <http://cesartiburcio.wordpress.com/2007/06/29/carona/>>, acesso em 14/09/2009, às 16:03horas.

<sup>48</sup> “...No regime vigente, porém, a dissolução por vontade potestativa do sócio não mais existe, substituída que foi pela vontade coletiva dos sócios em maioria de capital, como forma de preservar a empresa (art. 1033, III). E assim, somente havendo dissidência quanto a uma modificação do contrato social é que o direito de retirada tem lugar e pode ser exercido. As hipóteses de incorporação e fusão (que poderiam ter incluído a cisão), também mencionadas no artigo 1.077, deixam de ser aqui destacadas porque, em todas elas, há modificação do contrato social e estão, portanto, por esta abrangidas. Alguns autores fazem uma leitura do dispositivo sob análise como sendo regra meramente complementar da do art. 1.029, aplicável às limitadas que não optam pela aplicação supletiva das disposições das sociedades por ações...o que, do ponto de vista hermenêutico, com o devido respeito, não me parece ter sustentação...” in GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Direito de Empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, pág. 372/373.

<sup>49</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. São Paulo: Saraiva, vol.2, 7ª Edição, 2004, pág. 437.

<sup>50</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Limitadas*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 5ª, Edição, atualizada e ampliada, 2003, pág. 693/695.

sócios apenas poderiam deixar a sociedade motivadamente. Em se tratando de sociedades de vínculo instável tudo dependerá do prazo contratual estabelecido pelos sócios para a sua existência: se for por prazo indeterminado, bastaria uma notificação dirigida à sociedade, com prazo de 60 dias, conforme artigo 1.029 do CC/2002; se contratada por prazo determinado, os sócios terão que cumprir o prazo estabelecido, mas poderão exercer o direito de retirada quando autorizados judicialmente, após comprovarem uma justa causa para a rescisão unilateral antecipada.

Sérgio Campinho entende que o artigo 1.029 do CC/2002 deve ser usado por todas as sociedades limitadas, de modo que não seria possível aplicar a regra da Lei 6.404/1976, concluindo que o direito de recesso nas sociedades limitadas será regido pela regra do artigo 1.077 e, nos casos em que não for possível empregar tal dispositivo, o caminho natural seria analisar se foi ou não fixado prazo para a existência da sociedade para, em seguida, indicar a solução já mencionada em relação ao mencionado dispositivo legal.

Este cenário acaba tornando controversa a possibilidade de um sócio deixar a sociedade limitada alegando a quebra da confiança, lealdade, ou da *affectio societatis*<sup>51</sup>, já que para Alfredo de Assis Gonçalves Neto<sup>52</sup> este direito apenas poderia ser exercido nos casos contidos no artigo 1.077 do CC/2002, cujo teor não contemplaria tal hipótese. Como vimos, Fábio Ulhoa Coelho e Sérgio Campinho são mais flexíveis e admitem<sup>53</sup> a aplicação do artigo 1.029 do CC/2002, sendo certo que nas sociedades com prazo determinado seria possível entender como justa causa a quebra da *affectio*

---

<sup>51</sup> Esta seria o fundamento preponderante para justificar a união de duas ou mais pessoas numa sociedade, com o objetivo de explorarem um negócio através de uma pessoa jurídica.

<sup>52</sup> “...Na sociedade limitada, porém, o fundamento é diverso. O direito de retirada só é autorizado se houver divergência do sócio quanto a alguma modificação do contrato social produzida pela maioria, independentemente de seu prazo de duração ser determinado ou indeterminado, consoante o estatuído no art. 1077...” in GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Direito de Empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, pág. 372.

<sup>53</sup> Fábio Ulhoa Coelho apenas restringe a aplicação desta norma para aquelas sociedades limitadas regidas supletivamente pelas regras da S/A.

*societatis*. No Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro há decisão da 13ª Câmara Cível neste sentido:

“2009.002.01895 - AGRAVO DE INSTRUMENTO. DES. SERGIO CAVALIERI FILHO - Julgamento: 02/02/2009 - DECIMA TERCEIRA CAMARA CIVEL.TUTELA ANTECIPADA. Pedido de Cassação. Requisitos Satisfeitos. Retirada do Sócio da Sociedade Limitada. Artigos 1.029 c.c. 1.053 do Código Civil. Enunciado 59 da Súmula do TJRJ.O artigo 1.029 do Código Civil, expressamente, confere direito de retirada ao sócio que não mais deseja integrar a sociedade. Em se tratando de sociedade constituída por prazo indeterminado, sequer é necessário expor os motivos do afastamento. Basta que notifique os demais sócios com antecedência mínima de 60 dias.A análise preliminar do feito pelo juízo a quo é superficial, não se podendo, nos limites deste recurso, pretender substituir a atividade jurisdicional devidamente prestada pelo magistrado a quo, sob pena de subversão do devido processo legal, pois se estaria lhe subtraindo a própria atividade de jurisdição. Aquela é a instância adequada para a apreciação inicial e superficial da lide, em seus contornos fáticos, porquanto em contato direto com os elementos probatórios e, assim, em melhores condições para tal exame. Por isso se firmou o entendimento de que somente se reforma decisão teratológica, contrária à lei ou à prova dos autos (Enunciado nº 59 da Súmula do TJRJ).Desprovimento do recurso. Art. 557, caput, do CPC.

Não descartamos a possibilidade de ser exercido o direito de retirada na SPE da parceria público-privada, mas a análise deste direito e as suas condições devem respeitar o princípio da continuidade do serviço público e contar com anuência do ente federativo. É possível, ainda, sustentar a quebra da *affectio societatis*, inclusive pelo parceiro privado, para fundamentar o pedido de retirada da sociedade.

#### **2.4.10- EXCLUSÃO DE SÓCIOS NA SOCIEDADE LIMITADA**

O Código Civil de 2002 estabeleceu regras sobre a exclusão de sócio na sociedade limitada levando em consideração três causas distintas, cuja classificação será a seguinte: i) exclusão de pleno direito; ii) exclusão extrajudicial; e iii) exclusão judicial.

A denominada exclusão de pleno direito ocorrerá em dois casos, segundo dispõe o artigo 1.030, p. único: i) quando o sócio for declarado falido; e ii) quando o credor postular a liquidação da cota do sócio devedor, na forma do artigo 1.026, p. único.

A primeira hipótese diz respeito ao sócio que tiver a sua falência decretada, o que fará com que ele seja excluído independentemente da vontade dos demais sócios ou da sociedade. Obviamente que o sócio não é empresário, pois não realiza a atividade empresária, logo não poderá falir por simplesmente ostentar a qualidade de sócio. Não é este o caso referido neste dispositivo. O alcance desta norma está relacionado com o sócio de uma sociedade limitada que também ostenta a qualidade de empresário (individual ou coletivo). Assim, tal sentença de quebra acarretará automaticamente a sua exclusão da sociedade limitada.

O segundo caso diz respeito ao sócio de uma sociedade limitada que assume obrigações em seu nome e não as cumpre, ensejando a possibilidade de seu credor postular a liquidação de sua cota. Então, se isso ocorrer, o credor poderá solicitar ao magistrado que faça a penhora de suas cotas, conforme determina o artigo 1.026, caput, do CC/2002. Caso o credor não tenha sido satisfeito com a eventual distribuição de dividendos àquela cota que estava penhorada, ele poderá postular a liquidação desta, com o objetivo de receber seu crédito através da apuração de haveres obrigatoriamente

realizada pela sociedade para o pagamento do reembolso do sócio que deixará a sociedade. Como se vê, o sócio é excluído da sociedade pela vontade do seu credor.

É preciso ter cuidado na interpretação destes artigos para a hipótese de uma sociedade limitada constituída para a exploração de uma parceria público-privada, pois o ente federativo, segundo entendemos, não poderá ter sua quota penhorada e tampouco será possível a sua exclusão a pedido do credor. Deve ser recordado, ainda, que o artigo 2º, inciso I, da Lei de Falências – Lei 11.101/2005-, veda a possibilidade de ser decretada a falência de uma sociedade de economia mista ou empresa pública<sup>54</sup>. No caso de uma sociedade de propósito específico para a exploração de uma parceria público privada, o ente federativo não poderia ter a sua falência decretada e, dessa forma, não poderia ser excluído da sociedade por este motivo.

A exclusão denominada extrajudicial, por sua vez, comportaria dois casos: i) a do sócio remisso; ii) por justa causa.

O sócio remisso é aquele que deixa de cumprir seu dever de contribuir para o capital social da sociedade, estando, portanto, em mora com esta. Neste caso, os demais sócios poderão tomar as cotas do sócio remisso, transferindo-as para si ou para terceiros, nos termos do artigo 1.058 do CC/2002. O referido dispositivo legal faz

---

<sup>54</sup> Esta questão é bastante controversa, mas há precedente no Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro que não autorizou a falência do Instituto Vital Brazil. Vide Apelação n.º 2006.001.00228, cuja ementa ora transcrevo: Apelação. Requerimento de falência. Instituto Vital Brazil. Sociedade de Economia Mista. Regime jurídico diverso do das sociedades anônimas exclusivamente privadas. Dissolução apenas mediante lei autorizadora, por simetria à sua constituição. Impossibilidade jurídica do pedido falimentar. Extinção do processo sem julgamento do mérito. Sentença cuja confirmação se impõe. Desprovisionamento do apelo.”. Em sentido contrário, Haroldo Malheiros: “Neste sentido, em resumo: a) as empresas públicas e as sociedades de economia mista estão sujeitas à falência diante de qualquer situação relacionada ao art. 94 da nova lei, especialmente a falta de pagamento dos credores...” in VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Das Pessoas Sujeitas aos Regimes de Recuperação de Empresas e ao da Falência. Coord. Luiz Fernando Valente de Paiva. Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas. Editora Quartier Latin: São Paulo, 2005, pág. 103.

expressa menção ao artigo 1.004<sup>55</sup>, o que significa dizer que seria possível utilizar as soluções que lá estão descritas, sem que houvesse a exclusão do sócio, como por exemplo, a cobrança do valor devido ou ingressar com uma ação indenizatória.

A segunda hipótese de exclusão extrajudicial é classificada como “exclusão extrajudicial por justa causa”. Neste caso, independentemente do acesso ao judiciário e na forma do artigo 1.085, o sócio poderá ser expulso da sociedade pelos demais sócios. A norma em questão suscita algumas questões que precisam ser tratadas, em separado.

A primeira questão diz respeito à necessidade de ser objeto de deliberação entre os sócios. Isto significa que deverá ser obrigatoriamente convocada uma assembléia ou reunião de sócios, não sendo admitida a sua dispensa pelos sócios<sup>56</sup>. Esta reunião de sócios ou assembléia deverá ser específica para tratar da exclusão do sócio, sendo certo que o “acusado” deverá ser cientificado da data de sua realização com um prazo mínimo para comparecimento e apresentação de sua defesa. Observe-se que o sócio excluído não exercerá o direito de voto por ter interesse na deliberação, mas terá a possibilidade de fazer uso do chamado “direito de voz” na assembléia, para tentar convencê-los a votar por sua permanência.

Em sendo necessária a realização da assembléia ou reunião de sócios, por conseqüência, deverá ser verificado qual seria o quórum necessário para a aprovação da exclusão do sócio nesta hipótese. Como se pode observar da leitura do artigo 1.085, para que o sócio seja considerado excluído serão necessários votos correspondentes a

---

<sup>55</sup> De acordo com o artigo 1.004, a partir do advento do código civil de 2002, a configuração da mora do devedor será considerada “ex persona”, ou seja, será necessária notificação extrajudicial do sócio remisso com prazo de 30 dias em qualquer hipótese. No sistema anterior ao código civil de 2002 era comum constar no contrato social a data que o sócio deveria realizar a contribuição para o capital social e, caso não o fizesse no mencionado termo, já estaria configurada a mora, pois nestas circunstâncias ela seria “*ex re*”.

<sup>56</sup> De acordo com o artigo 1.072, § 3º, do CC/2002.

mais da metade do capital social. Note-se, para tanto, que o capital social será a referência, estando incluída a parte referente ao sócio a ser excluído<sup>57</sup>. Vale registrar, ainda, que esta modalidade de exclusão somente poderá ser utilizada para o sócio minoritário, tendo em vista a exigência deste quórum qualificado.

A hipótese de exclusão prevista no artigo 1.085 do CC/2002 somente poderá ser aplicada se houver previsão no contrato social da sociedade limitada. O Decreto-Lei 3.708/19 não fazia menção à exclusão extrajudicial por justa causa, mas a doutrina afirmava<sup>58</sup> que esta modalidade seria aplicável às sociedades por quotas de responsabilidade limitada, contando, inclusive, com a anuência do Superior Tribunal de Justiça:

Direito comercial. Sociedade por quotas de responsabilidade limitada. Exclusão de sócio por deliberação da maioria. Alteração do contrato social. Arquivamento. Precedentes. Recurso desacolhido. I - A desinteligência entre os sócios, no caso, foi suficiente para ensejar a exclusão de um deles por deliberação da maioria, sem necessidade de previsão contratual ou de decisão judicial, tendo a sentença disposto sobre os direitos do sócio afastado. II - o arquivamento dessa alteração contratual, sem que dela conste a assinatura do sócio dissidente, não viola o art. 15 do Decreto Lei 3.708/1919 ou o art. 38-v da lei 4.726/1965. (REsp 66.530/SP, rel. Ministro SÁLVIO DE FIGUEIREDO TEIXEIRA, QUARTA TURMA, julgado em 18.11.1997, DJ 02.02.1998 p. 109)

A exclusão extrajudicial por justa causa dependerá da comprovação de um ato de inegável gravidade praticado pelo sócio a ser excluído, sendo certo que tal

---

<sup>57</sup> “...quer-nos parece, no entanto, diante dos termos peremptórios do Código, inclusive a partir do nomen júrís da Seção VII – da resolução da sociedade em relação a sócios minoritários, que a única interpretação há de ser a que exige, para a exclusão, que a maioria votante se forme com qualquer número acima da metade do capital social constante do contrato social, e no qual estão obviamente estão incluídas as quotas de capital do excludendo...” In LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Limitadas. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 6ª Edição, atualizada e ampliada, 2005, pág. 745.

<sup>58</sup> Neste sentido: LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Limitadas. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 6ª Edição, atualizada e ampliada, 2005, pág. 730.

conduta deverá refletir negativamente na continuidade da empresa. Constatase, dessa forma, que não será qualquer fato que ensejará a possibilidade de utilização desta modalidade de exclusão, mas somente aquele que for relevante para a preservação daquela sociedade. Obviamente que o conceito de justa causa é indeterminado e sua análise dependerá do caso concreto e, mesmo assim, quando o sócio excluído postular sua reintegração perante o Poder Judiciário. O controle judicial dos pressupostos para a admissibilidade da exclusão do sócio por justa causa é realizado, em regra, posteriormente à sua expulsão, por iniciativa do próprio prejudicado.

A última modalidade de exclusão de sócio na sociedade limitada é a judicial. Neste caso, a exclusão dependerá de sentença judicial que reconheça a pretensão deduzida pelo autor da ação. É preciso destacar que a exclusão judicial é indicada para a exclusão do sócio majoritário, já que para ele não é possível aplicar o artigo 1.085 do CC/2002. Aplica-se, nesta situação, a regra contida no artigo 1.030, caput, do CC/2002, que autoriza a maioria dos demais sócios a postularem a exclusão do sócio majoritário por falta grave no cumprimento de seus deveres. Outro exemplo de exclusão judicial, também prevista no aludido dispositivo legal, é a do sócio que se torna incapaz após seu ingresso na sociedade. Naquelas sociedades limitadas com dois sócios que possuem a mesma participação societária no capital social, ou seja, cada sócio é titular de 50% das cotas, conforme lição de José Walcey Lucena, a exclusão somente poderá ocorrer mediante decisão judicial<sup>5960</sup>.

---

<sup>59</sup> LUCENA, José Walcey. Das Sociedades Limitadas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pág. 764.

<sup>60</sup> O Superior Tribunal de Justiça já reconheceu tal possibilidade: Ementa: COMERCIAL - SOCIEDADE CONSTITUÍDA POR DOIS SÓCIOS - SÓCIO PRE-MORTO CRITÉRIO DE LIQUIDAÇÃO DOS HAVERES - CONTINUAÇÃO DA SOCIEDADE. I- Na sociedade constituída por dois sócios, pre-morto ou retirante um deles, o critério de liquidação dos haveres, segundo a doutrina e a jurisprudência, ha de ser, utilizando-se o balanço de determinação, como se tratasse de dissolução total. Tal medida se impõe porque, na dissolução parcial, garante-se ao sócio remanescente continuar com a sociedade, por si, com firma individual ou com admissão de outro sócio. II- Recurso conhecido e parcialmente provido. (REsp 24554/SP, Rel. Ministro Waldemar Zveiter. Terceira Turma, julgado em 06/10/1992, DJ 16/11/1992 p. 21138)

É importante destacar que a jurisprudência admite a exclusão de sócios com base na quebra da fidúcia ou *affectio societatis*<sup>61</sup>, não nos parecendo correto o teor do enunciado 67, da I Jornada do Conselho de Justiça Federal: - *Arts. 1.085, 1.030 e 1.033, III: A quebra do affectio societatis não é causa para a exclusão do sócio minoritário, mas apenas para dissolução (parcial) da sociedade*".

É sempre oportuno recordar que a possibilidade de exclusão de sócios na SPE criada para a exploração de uma parceria público-privada deverá ser orientada pelo princípio da continuidade do serviço público, como já destacamos, portanto, a aplicação destas modalidades não terá o mesmo alcance que ocorreria em uma sociedade limitada sem esta característica peculiar.

A legitimidade ativa para a propositura da ação de exclusão judicial ou dissolução da parcial da sociedade é matéria controvertida na doutrina e jurisprudência. No Tribunal de Justiça de São Paulo há precedente que autoriza a própria sociedade<sup>62</sup> a postular a exclusão do sócio.

Há situações específicas que merecem tratamento em separado. Nesse sentido, no caso de exclusão extrajudicial, a partir da deliberação tomada em assembléia aprovando a expulsão do sócio, este é considerado excluído<sup>63</sup>, de modo que ele não terá legitimidade ativa para postular a dissolução parcial da sociedade, exatamente por não ostentar a qualidade de sócio. De igual modo, entendemos que o sócio que ingressa na sociedade somente terá legitimidade ativa se a averbação da alteração contratual já tiver

---

<sup>61</sup> Nesse sentido, a decisão do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro na Apelação Cível n.: 2009.001.23641. Des. Antônio César Siqueira - Julgamento: 18/08/2009 – Quinta Câmara Cível. Apelação cível. Direito societário. Dissolução parcial de sociedade limitada. Quebra da *affectio societatis*. Exclusão de sócio minoritário. Revelia. Artigo 330, II, do CPC. Manutenção da sentença. Desprovemento do recurso.

<sup>62</sup> Vide: TJSP 247.268-2 11ª Câmara Cível. Em sentido contrário: TJSP 156.775 6ª Câmara Cível.

<sup>63</sup> Em relação a terceiros, apenas com a averbação da alteração contratual o sócio será considerado excluído, permanecendo a sua responsabilidade enquanto isso não aconteça, por força do artigo 1.032 do CC/2002.

vido levada para registro, não sendo suprido tal requisito pela simples assinatura do contrato.

No tocante à legitimidade passiva, predomina na 4ª Turma do Superior Tribunal de Justiça a orientação no sentido de que ação deverá ser proposta em face dos sócios que será excluído, dos remanescentes e da própria sociedade, por considerar que existiria um litisconsórcio passivo necessário e unitário entre estes:

RECURSO ESPECIAL - OMISSÃO NO ACÓRDÃO RECORRIDO - INOCORRÊNCIA - AÇÃO DE EXCLUSÃO DE SÓCIO - FORMA DE DISSOLUÇÃO PARCIAL DA SOCIEDADE - SOCIEDADE E SÓCIO REMANESCENTE - LITISCONSÓRCIO PASSIVO NECESSÁRIO - INTEGRAÇÃO DA LIDE - NECESSIDADE - JULGAMENTO ANTECIPADO DA LIDE - IMPOSSIBILIDADE - ENTENDIMENTO OBTIDO PELO EXAME FÁTICO-PROBATÓRIO - INCIDÊNCIA DO ENUNCIADO Nº 7/STJ - RECURSO NÃO CONHECIDO. I - É pacífico nesta Corte o entendimento de que o Órgão Julgador não está obrigado a responder uma a uma as alegações da parte, como se fosse um órgão consultivo, quando já tenha encontrado motivo suficiente para fundamentar sua decisão; II - O quotista interessado na expulsão de outro deverá instaurar o contencioso em face deste, dos sócios remanescentes e da pessoa jurídica à qual se ligavam; III - O Tribunal de origem, após analisar toda a matéria devolvida em apelação, assentou que as provas colacionadas nos autos não seriam suficientes para concluir que houve efetivamente infidelidade, má-fé ou exorbitância de poderes na administração, sendo imprescindível, para tal, a realização de perícia técnica e contábil; IV- Recurso não conhecido. (REsp 813.430/SC, Rel. Ministro MASSAMI UYEDA, QUARTA TURMA, julgado em 19/06/2007, DJ 20/08/2007 p. 288)

A 3ª Turma do Superior Tribunal de Justiça não considera a sociedade parte legítima passiva na ação de dissolução parcial da sociedade, deixando evidenciado, contudo, que todos os demais sócios deverão compor o pólo passivo da demanda:

Dissolução de sociedade. Participação dos sócios remanescentes como litisconsortes passivos necessários. Ausência de litisconsórcio passivo necessário em relação à sociedade. Precedentes da Corte. 1. Dúvida não há na jurisprudência da Corte sobre a necessidade de citação de todos os sócios remanescentes como litisconsortes passivos necessários na ação de dissolução de sociedade. 2. Embora grasse controvérsia entre as Turmas que compõem a Seção de Direito Privado desta Corte, a Terceira Turma tem assentado que não tem a sociedade por quotas de responsabilidade limitada qualidade de litisconsorte passivo necessário, podendo, todavia, integrar o feito se assim o desejar. 3. Recurso especial conhecido e provido. (REsp 735.207/BA, Rel. Ministro CARLOS ALBERTO MENEZES DIREITO, TERCEIRA TURMA, julgado em 11.04.2006, DJ 07.08.2006 p. 221)

#### **2.4.11- CONSELHO FISCAL NA SOCIEDADE LIMITADA**

Ao contrário da sociedade anônima que sempre terá um conselho fiscal, o Código Civil de 2002 apenas admitiu a possibilidade de sua existência na sociedade limitada. Como se trata de um órgão colegiado, as decisões deverão ser tomadas através de deliberações por seus integrantes, mas estes terão poderes individuais para requisitarem documentos no exercício de suas funções.

Os cotistas minoritários, desde que possuam ao menos 1/5 do capital social, poderão eleger um membro em separado para representá-los no conselho fiscal, conforme regra contida no artigo 1.066, § 2º, do CC/2002. Esta possibilidade é sempre lembrada como uma medida de governança corporativa contida na legislação civilista, pois aumenta a participação dos minoritários na sociedade.

Os membros do conselho fiscal poderão contratar contabilista para lhes auxiliar no exame dos documentos e pareceres, bem como terão responsabilidade idêntica àquelas dos administradores da sociedade.

#### **2.4.12- CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA SOCIEDADE LIMITADA**

Não há qualquer previsão no Código Civil de 2002 acerca da possibilidade de ser instituído um conselho de administração na sociedade limitada. O fato é que muitas sociedades limitadas utilizam este órgão, aproveitando as regras que estão previstas na Lei de S/A, não existindo qualquer vedação quanto à sua adoção pelas limitadas<sup>64</sup>.

Deverão ser seguidas as regras previstas na Lei 6.404/1976 que regulam tal órgão na sociedade anônima. Dessa forma, deverá ser um órgão colegiado com pelo menos três membros, os quais serão pessoas naturais e sócias da sociedade limitada. A função do conselho de administração na limitada encontrará simetria na sociedade anônima, portanto, seu objetivo principal consistirá na fixação da política de negócios da sociedade, eleição e fiscalização dos membros da diretoria.

Os membros do conselho de administração deverão ser eleitos em assembléia ou reunião de sócios, sendo certo que o controlador da sociedade limitada deverá assegurar a indicação da maioria de seus integrantes. É absolutamente necessário que estas regras estejam contidas em documento próprio ou no contrato social para que não haja dúvida quanto às normas que serão aplicadas por simetria.

---

<sup>64</sup> O Parecer Jurídico n.º: 073/2003, do Departamento Nacional do Registro do Comércio reconhece a sua utilização pelas sociedades limitadas: <<http://www.dnrc.gov.br/facil/Pareceres/arquivos/Pa073.pdf>>, acesso em 17 de setembro de 2009, às 00:29horas.

#### 2.4.13- ACORDO DE QUOTISTAS NAS SOCIEDADES LIMITADAS

A utilização dos acordos de cotistas nas sociedades limitadas tem sido recorrente após o advento do Código Civil de 2002, considerando a adoção do chamado princípio deliberativo em substituição ao majoritário até então vigente à época do Decreto Lei 3.708/19.

Este novo cenário introduz uma significativa mudança no equilíbrio interno de poder da sociedade limitada, fazendo com que os sócios tenham que se preocupar em atingir o quórum necessário para aprovação das matérias postas em deliberação, sendo certo que muitas vezes este será de  $\frac{3}{4}$  do capital social. O sócio que detinha 52% do capital social, na vigência do Decreto Lei 3.708/19, controlava a sociedade limitada, mas, com a entrada em vigor do Código Civil, este terá que cooptar outros sócios para, por exemplo, conseguir alterar o contrato social<sup>65</sup>.

Diante disso, os sócios buscarão equilibrar estas disputas através dos denominados acordos de cotistas, os quais seguirão as regras já existentes na Lei de S/A para os acordos de acionistas<sup>66</sup>.

Trata-se de um contrato parassocial que poderá ter efeito unilateral, bilateral ou plurilateral, devendo ser observado pela sociedade quando arquivado em sua sede<sup>67</sup>, sendo absolutamente importante consignar a vinculação de terceiros nesta

---

<sup>65</sup> De acordo com o artigo 1.076, Inciso I, do Código Civil de 2002, o quórum necessário para alteração do contrato social é de  $\frac{3}{4}$  do contrato social.

<sup>66</sup> Sobre o assunto, vide: MORELLI, Renata: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/090805NotB.asp>> acesso em 29 de setembro de 2009, às 03:40horas.

<sup>67</sup> Neste sentido a orientação de JORGE LOBO: “...Para ser oponível à sociedade, o acordo de sócios deve ser arquivado na sede social. Arquivado, na sede social, os administradores devem observá-lo e fazê-lo cumprir, sob pena de responderem pelos prejuízos causados às partes, aos demais sócios, à sociedade e a terceiros...” in, Sociedades Limitadas. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2004, pág. 271.

avença<sup>68</sup>. Em caso de descumprimento poderá ser objeto de execução específica<sup>69</sup>, com base no artigo 466-A do Código de Processo Civil.

No contexto de uma parceria público-privada, este instrumento contratual poderá ser extremamente interessante na sociedade de propósito específico criada para a exploração do negócio em parceria, tornando possível o equilíbrio de forças entre os sócios.

Quanto aos limites objetivos do acordo de cotistas, cremos que estes somente poderão estipular normas sobre compra e venda de cotas, preferência para adquiri-las ou exercício do direito de voto. Vamos analisar, então, os denominados acordos de voto e de bloqueio.

#### **2.4.14-ACORDO DE BLOQUEIO NA SOCIEDADE LIMITADA**

Os sócios poderão celebrar acordos de cotistas com o objetivo de disciplinar a forma de circulação das cotas nas sociedades limitadas, estabelecendo regras relativas às cessões de cotas por atos inter vivos. É comum, ainda, regular o destino destas cotas em caso de falecimento de sócio e o ingresso de herdeiros na sociedade ou na hipótese de separação dos cônjuges.

---

<sup>68</sup> Jorge Lobo entende que o acordo de cotistas deverá ser registrado no Registro Público de Empresas Mercantis ou no RCPJ, para que seja oponível em relação a terceiros, in, *Sociedades Limitadas*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2004, pág. 271.

<sup>69</sup> De acordo com Jorge Lobo, a execução específica dependerá da remissão expressa à norma contida no artigo 118, § 3º da Lei 6.404/1976, quando se tratar de acordo de bloqueio, sob pena de ser resolvido em perdas e danos se não for possível cumpri-la; caso ainda seja possível realizá-la, pode-se obtê-la através da ação de obrigação de fazer ou não fazer, in, *Sociedades Limitadas*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2004, pág. 272. Discordamos do referido autor, uma vez que a norma prevista no artigo 466-A do Código de Processo Civil poderia ser utilizada independentemente da remissão à Lei de S/A.

É possível, assim, criar regras sobre a transferência de cotas e o direito de preferência para adquiri-las, com o nítido propósito de estabilização do poder na sociedade limitada. Assim, pode-se inserir uma cláusula no acordo de cotistas estabelecendo a possibilidade dos demais sócios exercerem uma opção de compra das cotas dos herdeiros ou do ex-cônjuge separado judicialmente, de modo que estes seriam compelidos a vendê-las e não poderiam ingressar na sociedade. Trata-se de emprego de normas do direito sucessório aplicadas ao direito empresarial, valendo lembrar que é comum a utilização da doação com usufruto vitalício em favor do doador, como forma de realização do planejamento familiar através de uma sociedade *holding* familiar.

#### **2.4.3- ACORDO DE VOTO NA SOCIEDADE LIMITADA**

O denominado acordo de voto consiste nas disposições entres os convenientes sobre o exercício do direito de voto, sendo certo que os sócios poderão definir em reunião prévia à realização da assembléia, a direção que será dada aos votos para o exercício do controle da sociedade.

Os acordos de votos poderão ser utilizados de diversas maneiras e para diferentes hipóteses, tais como: manutenção do poder de controle de uma sociedade, reunião do conselho de administração, eleição dos diretores e conselheiros, política de investimentos, exclusão de sócios, exercício do direito de retirada, etc.

Nesse sentido, vale citar a posição de João Luiz Coelho da Rocha, referido por Tarsis Nametala Sarlo Jorge<sup>70</sup>:

*“...Até as questões jurídicas mais frequentemente atormentadoras das sociedades por quotas podem ser seu trato simplificado se houver acordo de quotistas a respeito: o direito de retirada, a exclusão forçada, o quantum de pagamento ao sócio retirante, etc. E mais: no acordo entre sócios de uma sociedade limitada poderá ser objetivado tudo aquilo que vimos juridicamente palatável dentro do acordo de acionistas, e até com mais elastério diante da muito menor carga de institucionalidade aqui presente...”*

A nosso sentir não há qualquer vedação à celebração de acordo de cotistas nas sociedades limitadas, sendo um instrumento extremamente útil para definição de questões internas que acabam desaguando no Poder Judiciário. Como é necessário obter uma solução mais célere para questões societárias, o que não é muito comum quando a questão é jurisdicionalizada, parece-nos que a existência destes instrumentos poderá facilitar a solução destes casos concretos, principalmente em relação ao direito de retirada e à exclusão de sócios, pois tais discussões costumam ser resolvidas através de uma ação judicial. Por isso, à época em que exercíamos a advocacia sempre aconselhamos nossos clientes a celebrar tal pacto parassocial.<sup>71</sup>

Na SPE para exploração de uma PPP será necessário observar os princípios que regem a administração pública e a competência para a celebração destes acordos, que, no caso é do chefe do Poder Executivo, conforme lição de Henrique Bastos Rocha<sup>72</sup>:

---

<sup>70</sup> JORGE, Tharsis Nametala Sarlo. Manual das Sociedades Limitadas. Editora Lumen Juris: Rio de Janeiro, 2007, pág. 233.

<sup>71</sup> Além disso, seria importante adotar regimentos internos do conselho de administração e diretoria, bem como criar comitês de autoria interna e quaisquer outros que se fizerem necessários, como instrumento de governança corporativa.

<sup>72</sup> ROCHA, Henrique Bastos. Sociedades Prestadoras de Serviços Públicos. Dissertação de Mestrado para obtenção do título de mestre na Universidade Cândido Mendes. Não publicada.

*“...O Chefe do Poder Executivo, que tem atribuições para exercer a direção superior da Administração (art. 84, II c/c art. 25 da CF), pode representar ente federado (acionista majoritário) na celebração de acordo de acionistas, sem necessidade de prévia autorização legislativa..”.*

## CAPÍTULO III – SOCIEDADE ANÔNIMA COMO OPÇÃO DE MODELO SOCIETÁRIO PARA A PARCERIA PÚBLICO-PRIVADA

### 3- GENERALIDADES

A sociedade anônima se apresenta como um instrumento societário que muitas vezes é lembrado para a exploração de negócios vultosos, já que para a realização de pequenas atividades o modelo de sociedade mais adequado seria o da sociedade limitada.

É um equívoco pensar que apenas pequenos negócios serão explorados através de uma sociedade limitada, quando se constata que muitas sociedades limitadas existentes em nosso país servem de instrumento societário de grandes marcas estrangeiras, como é o caso da IBM, FORD MOTORS, GENERAL MOTORS, BOSCH, etc<sup>73</sup>.

---

<sup>73</sup> É necessário lembrar que existe uma discussão se as sociedades estrangeiras poderiam ser sócias de uma sociedade limitada, considerando a regra do artigo 1.134 do Código Civil de 2002. Este dispositivo refere-se apenas à possibilidade das sociedades estrangeiras serem acionistas de uma sociedade anônima, por isso alguns autores sustentam a necessidade de ser respeitada tal conclusão e, por conta disso, as sociedades limitadas não poderiam ter nos seus quadros sociais uma sociedade estrangeira. Observe-se que no Jornal Valor Econômico do dia 20/10/2008 foi informado um pedido de falência teria sido negado por um juiz de uma vara Empresarial de São Paulo, por entender que o sócio estrangeiro de uma limitada deveria possuir autorização do Poder Executivo para integrar aquela sociedade, de modo que o requerente da falência seria uma sociedade irregular. Confira-se: <<http://ronaldsharp.blogspot.com/2008/10/nova-matria-sobre-partipao-de-scio.html>> publicado também no site do Valor Econômico: <<http://www.valoronline.com.br/?impresso/legislacao/197/5213572/juizes-entendem-que-estrangeiras-socias-de-limitadas-sao-irregulares>>. Não faz qualquer sentido entender que um estrangeiro somente poderá ser sócio de uma sociedade limitada se obtiver autorização do Poder Executivo ou que uma sociedade estrangeira apenas poderia ser sócio de uma sociedade anônima. Não se pode confundir a pessoa jurídica com o sócio e as sociedades estrangeiras não estão, na condição de sócios, realizando qualquer atividade empresarial. Neste sentido, concordamos com José Gabriel de Assis Almeida, que sustenta a possibilidade da sociedade estrangeira figurar como sócia de qualquer sociedade nacional, inclusive a limitada, pois o artigo 1.134 do Código Civil, que é uma cópia do artigo 64 do Decreto Lei 2627/1940 – antiga Lei das Sociedades Anônimas, apenas se refere à sociedade anônima por uma má técnica do legislador. Observe-se que a restrição contida na antiga lei de sociedades anônimas apenas poderia se referir a este tipo societário, pois tratava exclusivamente deste modelo societário. Note-se, ainda, que nunca foi vedada a participação da sociedade estrangeira na sociedade limitada, mesmo com a vigência da restrição da revogada lei de sociedades anônimas. Confira-se, no seguinte link, o texto de José

A sociedade anônima possui algumas vantagens em relação à sociedade limitada, dentre estas, aquela que ganha maior destaque é a possibilidade de emissão de valores mobiliários como forma de capitalização, o que se revela impossível na sociedade limitada. Além disso, nas sociedades anônimas não há qualquer discussão acerca da possibilidade de emissão de ações preferenciais<sup>74</sup> com ou sem direito a voto, o controle da sociedade pode ser exercido pela detenção de mais da metade do capital social<sup>75</sup>, o quórum de instalação da assembléia em primeira convocação é de 25%<sup>76</sup>. Enfim, o modelo societário contido na Lei 6.404/1976 já se encontra sedimentado na doutrina a jurisprudência, o que ainda não foi possível em relação à sociedade limitada.

### 2.5.1- REGISTRO E CONSTITUIÇÃO DA SOCIEDADE ANÔNIMA

A constituição de uma sociedade anônima depende de três requisitos básicos: (i)- subscrição de todo o capital social por, no mínimo, duas pessoas; (ii) –

---

Gabriel de Assis Almeida: <http://www.unirio.br/direito/Artigosprofessores/artigogabriel.htm>, acesso em 18 de setembro de 2009, às 20:00horas. Registre-se, também, que Parecer Jurídico n.º: 126/2003 do DNRC admite a possibilidade da sociedade estrangeira ser sócia de uma sociedade limitada.

<sup>74</sup> No que se refere à possibilidade de emissão de cotas preferenciais nas sociedades limitadas, é preciso esclarecer que a Instrução Normativa n.º: 98/2003 do DNRC não permite a sua criação. Este também é o posicionamento de Sérgio Campinho: “...*Não podemos deixar de registrar nossa opinião contrária à possibilidade de adoção de quotas preferenciais...*”, conforme se observa em O Direito de Empresa à Luz do Novo Código Civil. Editora Renovar: Rio de Janeiro, 6ª Edição, 2005, pág. 156. Em sentido contrário, admitindo a existência de cotas preferenciais nas sociedades limitadas, Jorge Lobo, nos ensina, que: “...*As quotas preferenciais terão sempre direito de voto, além dos benefícios, vantagens e privilégios especificados no contrato social...a um, porque o caráter personalíssimo da sociedade e o princípio da igualdade entre os sócios impõe que todos tenham direito de voto, exerçam-no ou não nas reuniões ou assembléias gerais; a duas, porque o Código Civil, ao disciplinar a instalação e deliberação das reuniões ou assembléia gerais de sócios, sempre leva em conta o “capital social”, representado pela totalidade das quotas sociais ou determinado percentual do capital social, e não o capital votante, jamais referido no capítulo das sociedades limitadas, nem, tampouco, das sociedades simples...*” in, Sociedades Limitadas. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2004, pág. 144. Haroldo Malheiros também segue esta posição, admitindo as chamadas quotas preferenciais: “...*Observe-se, por outro lado, que nada impediria a existência de quotas preferenciais com direito de voto, dando-se aos seus titulares uma prioridade no recebimento de lucros...*” in, Curso de Direito Comercial. Editora Malheiros: São Paulo, volume II, 2006, pág. 401. Não vemos qualquer empecilho na introdução de quotas preferenciais para as sociedades limitadas, desde que seja garantido o direito de voto ao seu titular.

<sup>75</sup> Na sociedade limitada o controle será exercido por aquele que detiver ao menos 75% do capital social.

<sup>76</sup> Na limitada este quorum é de 75%, conforme artigo 1.074 do CC/2002.

realização de dez por cento, no mínimo do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro; e (iii)- depósito da parte do capital realizado em dinheiro.

A subscrição do capital social poderá ser pública<sup>77</sup> ou privada. A primeira é realizada através da captação de investidores mediante uma oferta pública, cujo conceito é extraído do artigo 19, § 3º, da Lei 6.368/1976:

§ 3º - Caracterizam a emissão pública:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;

II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

Caso seja feita opção pela subscrição pública será obrigatório solicitar previamente o registro de companhia aberta perante a Comissão de Valores Mobiliários<sup>78</sup>, devendo ser intermediada a operação por uma instituição financeira<sup>7980</sup>, conforme artigo 82 da LSA.

---

<sup>77</sup> Vide Instrução Normativa da CVM n.º: 400/2003.

<sup>78</sup> Constitui infração grave a distribuição pública de valores mobiliários sem a intermediação de uma instituição financeira, na forma do artigo 59 da instrução CVM 400, sujeitando-se o infrator às penalidades previstas no artigo 11 da Lei n.º 6.385/1976.

<sup>79</sup> Este negócio jurídico é denominado de underwriting. Conforme Nelson Eizirik, as companhias não possuem experiência na colocação de valores mobiliários e tampouco podem se dedicar a adquirir a capacidade necessária para a realização deste negócio, que exige o conhecimento de inúmeras regras específicas. Ademais, somente a instituição financeira tem competência para estabelecer os parâmetros necessários para a avaliação do preço de negociação dos valores mobiliários a serem oferecidos no mercado. Há, ainda, outro atrativo para as companhias que será a eliminação dos riscos na oferta dos valores mobiliários. Basta observar que desde o momento em que a companhia decide oferecer até aquele em que os valores mobiliários são efetivamente negociados, poderão surgir vários fatores que coloquem em risco a operação, alterando o mercado. As instituições financeiras possuem o “poder de colocação” (placing Power), considerando sua estrutura profissional.

<sup>80</sup> O artigo 34 da Instrução Normativa n.º: 400/2003 da CVM permite a formação de um consórcio de underwriters.

É importante mencionar, ainda, que o citado autor identifica três modalidades de contrato de underwriting<sup>81</sup>: i) firme ou com garantia de subscrição total (straight): neste caso, o contrato será usualmente conhecido como “contrato de garantia de colocação”, pois a instituição financeira assumirá a responsabilidade de adquirir os títulos para posterior oferecimento ao mercado. Como se torna proprietário dos títulos, não poderá devolvê-los à companhia; ii) melhor esforço ou sem garantia de subscrição (best effort): trata-se de negócio jurídico denominado de “contrato de colocação”, uma vez que a instituição financeira assumirá apenas o compromisso de realizar os seus “melhores esforços” para colocar os títulos, não se obrigando a adquiri-los em caso de insucesso na operação; e iii) residual ou com garantia de sobras (stand by): a instituição financeira realiza o seu melhor esforço para colocação dos títulos no mercado e assume a obrigação de adquirir os valores mobiliários não absorvidos pelo mercado. Nada impede que no contrato de underwriting haja a combinação de modalidades.

Nelson Eizirik esclarece que na prática de mercado, o valor dos títulos<sup>82</sup>, principalmente aqueles que não possuem referência no mercado secundário, tem sido fixado pelo procedimento denominado de bookbuilding, que consistiria num sistema de aferição do interesse dos potenciais compradores dos títulos, estando previsto no artigo 44 da Instrução Normativa n.º: 400/2003 da CVM<sup>83</sup>.

---

<sup>81</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 166/167.

<sup>82</sup> Segundo Nelson Eizirik, há três modalidades de risco para a colocação de valores mobiliários no mercado de capitais: o “risco de espera”, referente ao tempo entre a decisão de realização da oferta e a negociação propriamente dita, quando poderão ser alteradas as condições de mercado; “risco de fixação de preço”, que deverá compreender o interesse da companhia, consistente na maximização do preço do papel e dos próprios investidores, no sentido de ser atrativo ao mercado; e, por fim, o “risco de espera” que praticamente inviabiliza a distribuição de valores mobiliários por quem não possui a expertise necessária em realizar uma operação tão complexa como esta. Dos três riscos, a companhia costuma incorrer apenas no de espera, pois os demais são absorvidos pela instituição financeira. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 164/165.

<sup>83</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 188/189.

Em se tratando de subscrição pública, para atendimento do artigo 82 a instituição financeira contratada será responsável pela elaboração do estudo de viabilidade do empreendimento, pelo projeto de estatuto e pelo prospecto que será utilizado para captação da poupança popular. Note-se que todos estes documentos serão elaborados a partir das informações fornecidas pela companhia, mas a instituição financeira tem o dever de realizar a investigação da veracidade destas, cujo procedimento é conhecido no mercado por *due diligence*.

Após realizar tais procedimentos e da subscrição das ações pelos interessados, será realizada uma assembléia geral para constituição da companhia, sendo certo que todos os acionistas terão direito de votar e nenhuma alteração do estatuto poderá ser realizada sem que haja unanimidade, conforme artigo 87 da LSA.

Quando a subscrição for particular, não será necessário solicitar qualquer autorização à CVM e tampouco terá que ser contratada intermediação de uma instituição financeira. A constituição da sociedade poderá ser feita por escritura pública ou através de uma assembléia. Estes atos deverão ser levados ao Registro Público de Empresas Mercantis.

## **2.5.2- RESPONSABILIDADE DOS SÓCIOS NA SOCIEDADE ANÔNIMA**

Uma das vantagens deste tipo societário é a limitação de responsabilidade do acionista, que somente responderá pelo preço de emissão de suas próprias ações. Ao contrário do que ocorre na sociedade limitada, o acionista não responde solidariamente pelo falta para a integralização do capital social, pois assume compromisso apenas em relação às suas próprias ações.

O sistema da Lei 6.404/1976 também diverge daquele adotado para as sociedades limitadas no tocante ao sócio remisso, pois na LSA não há a possibilidade de exclusão do acionista que esteja em mora com a sociedade anônima. Os artigos 106 e 107 da LSA apenas permitem que seja realizada a cobrança do acionista ou que suas ações sejam leiloadas.

### **2.5.3- NOME EMPRESARIAL DA SOCIEDADE ANÔNIMA**

O nome empresarial sempre será da espécie denominação, podendo ser inserida a expressão “companhia” ou “sociedade anônima”, por extenso ou na sua forma abreviada, sendo vedada a utilização da primeira no final do nome empresarial. É possível realizar uma homenagem ao fundador inserindo o nome deste na denominação da sociedade anônima, sendo certo que tal iniciativa não implicará na transformação desta em firma.

Além disso, o artigo 1.160 do Código Civil determina que seja inserido no nome empresarial da sociedade anônima o seu objeto social, mas tal obrigação não está contida na LSA, o que poderá suscitar uma controvérsia sobre a aplicação desta regra prevista no Código Civil, principalmente àquelas sociedades constituídas anteriormente à entrada em vigor deste código. Neste último caso, parece-nos que as sociedades anônimas não devem alterar seu nome empresarial, por considerarmos que seria aplicável a proteção do ato jurídico perfeito.

## **2.5.4- CLASSIFICAÇÃO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

As sociedades anônimas podem ser classificadas em: i- aberta; ii- fechada. Esta é uma das principais características da sociedade anônima, sendo certo que a sua posição como aberta ou fechada dependerá da opção dos seus acionistas.

### **2.5.4.1 SOCIEDADE ANÔNIMA FECHADA**

Uma sociedade anônima é considerada fechada quando seus valores mobiliários não são negociados no mercado de balcão ou na bolsa de valores, conforme artigo 22 da Lei 6.385/1976<sup>84</sup>:

Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

É perceptível que o conceito de sociedade anônima fechada extrai-se de uma interpretação negativa do citado dispositivo legal, ou seja, se a sociedade anônima aberta é aquela que negocia seus valores mobiliários no mercado de balcão ou na bolsa, obviamente que a fechada não poderá negociá-los dessa maneira, mas tão-somente mediante uma oferta privada<sup>85</sup>.

Assim, uma sociedade anônima fechada encontra limitações para negociar seus valores mobiliários, pois não poderá oferecê-los mediante oferta pública e, desse modo, caso um acionista esteja interessado em vender suas ações terá que buscar alguém que deseje comprá-las, mas não poderá colocá-las à venda na bolsa. Não

---

<sup>84</sup> Preferimos fazer referência a este dispositivo, por entendermos que o conceito ali disposto é melhor compreendido do que aquele disposto no artigo 4º da Lei 6.404/1976.

<sup>85</sup> O conceito de oferta pública está contido no artigo 19, § 3º, da Lei 6.385/1976 e na Instrução Normativa da CVM nº: 400/2003.

é possível, também, contratar uma publicidade em jornal ou televisão para vendê-las, pois significaria uma oferta pública, incompatível com seu sistema.

Da mesma maneira, as debêntures emitidas por uma sociedade anônima fechada apenas poderão ser objeto de uma oferta privada, não sendo necessário, contudo, a nomeação de um agente fiduciário ou prévia aprovação da CVM.

É importante lembrar que o estatuto de uma companhia não poderá impedir a negociação das ações, mas será possível impor uma limitação consistente na outorga de um direito de preferência em favor dos demais acionistas. Vê-se, portanto, que estas ações gozam de muito menos liquidez do que aquelas de uma companhia aberta.

Em razão disso, o Superior Tribunal de Justiça firmou sua jurisprudência no sentido da admissibilidade do exercício do direito de retirada de um acionista de uma companhia fechada, ainda que tal direito não esteja contemplado no artigo 137 da Lei de S/A, quando houver quebra da *affectio societatis*:

COMERCIAL. SOCIEDADE ANÔNIMA FAMILIAR. DISSOLUÇÃO PARCIAL. INEXISTÊNCIA DE AFFECTIO SOCIETATIS. POSSIBILIDADE. MATÉRIA PACIFICADA. I. A 2ª Seção, quando do julgamento do EREsp n. 111.294/PR (Rel. Min. Castro Filho, por maioria, DJU de 10.09.2007), adotou o entendimento de que é possível a dissolução de sociedade anônima familiar quando houver quebra da *affectio societatis*. II. Embargos conhecidos e providos, para julgar procedente a ação de dissolução parcial. (EResp 419.174/SP, Rel. Ministro ALDIR PASSARINHO JUNIOR, SEGUNDA SEÇÃO, julgado em 28/05/2008, DJe 04/08/2008)

No tocante à forma de capitalização, as sociedades anônimas fechadas possuem as mesmas restrições enfrentadas por uma sociedade limitada, portanto, dependerão de recursos próprios ou acesso ao capital fornecido pelas instituições

financeiras públicas ou privadas. A única diferença consiste na possibilidade de emissão de valores mobiliários oferecidos através de uma oferta privada. Assim, a sociedade anônima fechada poderia realizar a oferta de debêntures para um investidor institucional interessado, como ocorre em operações de um *Project Finance*.

Quanto à publicação de suas demonstrações financeiras, é preciso lembrar que a Lei 6.404/1976 desobriga a sua realização para as sociedades anônimas fechadas que tenham menos de vinte acionistas, com patrimônio líquido inferior a R\$ 1.000,000,00 (um milhão de reais).

#### **2.5.4.2- SOCIEDADE ANÔNIMA ABERTA**

A companhia é denominada aberta quando possui o registro na CVM, estando admitida a realizar a negociação de seus valores mobiliários no mercado de capitais, ou seja, poderá oferecê-los em bolsa ou no mercado de balcão. De acordo com J. E. Tavares Borba, o simples registro na CVM já é suficiente para que a companhia seja considerada aberta, não sendo necessário realizar uma oferta de valores mobiliários.

Costuma-se classificar o mercado de capitais em primário e secundário<sup>86</sup>. A oferta primária consiste na negociação de valores mobiliários originados de uma nova emissão, ou seja, estes valores mobiliários oferecidos pela companhia emissora não pertencem a quaisquer outros acionistas, mas à própria sociedade anônima, que os negocia e receberá os frutos advindos de sua alienação. Nelson Eizirik destaca a importância do mercado primário:

---

<sup>86</sup> Todas as ofertas públicas realizadas no mercado de capitais deverão observar a Instrução Normativa da CVM n.º: 400/2003, inclusive a referente ao mercado secundário, pois todas são consideradas públicas.

*“...o mercado primário viabiliza o atendimento a uma das funções básicas do mercado de capitais, qual seja, oferecer às companhias uma fonte de acesso a recursos mais baratos do que os que poderiam ser obtidos por meio de empréstimos e outras operações bancárias...”<sup>87</sup>*

O mercado primário não teria sentido e, principalmente, liquidez, se não houvesse o secundário, que tem por principal objetivo viabilizar a negociação dos valores mobiliários subscritos no mercado primário. Então, por exemplo, se um determinado investidor resolver subscrever ações em razão da abertura de capital de uma companhia, ele poderá posteriormente revender tais valores mobiliários no mercado secundário para terceiros que desejem adquiri-los. Neste caso, o resultado patrimonial desta venda será revertida em favor do titular da ação, não sendo a companhia diretamente beneficiada. Obviamente que a companhia se beneficia indiretamente com a comercialização de suas ações no mercado secundário, o que permite, inclusive, que seja programada uma nova emissão de ações no futuro para capitalização da companhia. Esta negociação realizada no mercado secundário poderá ser feita através da bolsa de valores ou do mercado de balcão.

A bolsa de valores é o local adequado para a realização de operações envolvendo valores mobiliários e commodities. Atualmente, em nosso país há apenas uma grande bolsa de valores e de mercadorias e futuros, que é a BMF-BOVESPA, resultado de uma fusão<sup>88</sup> ocorrida em meados do ano de 2008, envolvendo a BOVESPA e a BMF. A BMF-BOVESPA é uma das principais bolsas de valores do mundo<sup>89</sup>.

---

<sup>87</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 193.

<sup>88</sup> Confira-se se seguinte notícia:< <http://www1.folha.uol.com.br/foha/dinheiro/ult91u385826.shtml>>, acesso em 21 de setembro de 2009, às 03:08horas.

<sup>89</sup> Conforme:< <http://www.bovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/106/CapaBovespa.shtml>>, acesso em 21 de setembro de 2009, às 03:10horas.

É interessante lembrar que estas consistiam nas duas principais bolsas em operação em nosso país, sendo certo que a BOVESPA cuidava principalmente das negociações com valores mobiliários, enquanto que a BMF realizava operações relacionadas a commodities. Estas duas bolsas brasileiras eram associações civis até o ano de 2007, quando decidiram passar por uma reestrutura societária, transformando-se, em um primeiro momento, em companhias fechadas e, posteriormente, em sociedades anônimas abertas, com a realização de seus IPO's<sup>90</sup>, os quais foram um enorme sucesso<sup>91</sup>.

Hoje, portanto, a BMF-BOVESPA<sup>92</sup> é uma sociedade anônima aberta, com ações negociadas na própria BMF-BOVESPA. Esta operação já foi realizada por diversas outras bolsas de valores em todo o mundo. A desmutualização<sup>93</sup> da BOVESPA e da BMF apenas vai ao encontro de uma tendência mundial inevitável, por força da globalização.

A ilustração abaixo mostra algumas bolsas de valores que já abriram seu capital:

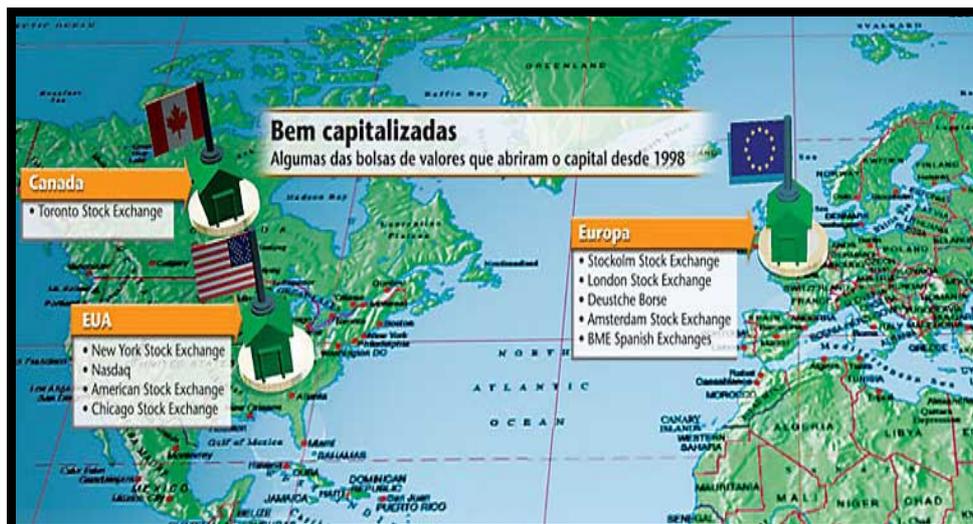
---

<sup>90</sup> Sobre a desmutualização das bolsas de valores, consulte: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2009.

<sup>91</sup> A BOVESPA, por exemplo, captou aproximadamente R\$ 6,6 bilhões (o maior da história brasileira). Naquele ano de 2007 o Brasil bateu o recorde de IPO's, chegando a 64 aberturas de capital. Foi, sem dúvida, o principal momento experimentado pelo mercado de capitais brasileiro. Entretanto, com a chegada da crise mundial iniciada nos EUA, o mercado se fechou para a realização de IPO's e, logo no ano seguinte só tivemos 04 ofertas públicas de abertura de capital, mesmo com a tão sonhada obtenção do *investment grade*. Confira-se: <http://vocesa.abril.com.br/blog/seu-bolso/2008/12/>>, acesso em 21/09/2009, às 03:31 horas.

<sup>92</sup> A BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros foi criada em 2008 com a integração entre Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Juntas, as companhias formam a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado, a segunda das Américas e a líder no continente latino-americano. No cenário global, em que acompanhar a velocidade das transformações torna-se um diferencial competitivo, a BM&FBOVESPA apresenta atraentes opções de investimento com custos de operação alinhados ao mercado. A nova Bolsa oferece para negociação ações, títulos e contratos referenciados em ativos financeiros, índices, taxas, mercadorias e moedas nas modalidades a vista e de liquidação futura. Vide: <[http://ri.bmfbovespa.com.br/site/portal\\_investidores/pt/a\\_bovespa/perfil/perfil.aspx](http://ri.bmfbovespa.com.br/site/portal_investidores/pt/a_bovespa/perfil/perfil.aspx)> Acesso em 23 de fevereiro de 2009, às 16:42 horas,

<sup>93</sup> A expressão desmutualização traduz este procedimento de passagem de uma bolsa de associação civil para sociedade anônima aberta.



De acordo com John Thain, presidente executivo e conselheiro da Nyse Euronext, responsável pela fusão da NYSE – New York Stock Exchange (Bolsa de Nova York) e a EURONEXT, que é a primeira e maior bolsa de valores multiproduto global, onde são negociados os papéis das maiores companhias do mundo, no futuro teremos três ou quatro bolsas globais multiproduto. O primeiro passo para integrar esses grupos globais já teria sido dado pela BOVESPA e pela BMF através da desmutualização. Outro processo necessário seria a diversificação de seus produtos e a realização de alianças com outras bolsas do mundo, o que já é realizado pela BMF-BOVESPA.

A BOVESPA contribuiu decisivamente para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro com a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa N1, N2 e Novo Mercado, trazendo de volta os investidores que não consideravam este ambiente seguro, por conta de alguns casos que resultaram em graves prejuízos para os minoritários.

No entanto, essa trajetória não foi simples, afinal o mercado de capitais brasileiro no final dos anos 90 passava por um momento extremamente delicado. Neste período, as companhias listadas corriam para fechar o capital e aquelas que desejavam

abri-lo deveriam fazê-lo, também, no mercado norte-americano, sob pena de amargarem o insucesso. Esse panorama começou a ser alterado após os estudos realizados por José Roberto Mendonça de Barros, contratado para realizar uma análise dos principais problemas do mercado brasileiro e apresentar as soluções para o seu desenvolvimento.

Luiz Leonardo Cantidiano, ex-presidente da CVM e um dos principais articuladores do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa I e II, da BOVESPA, convidado pelo economista José Roberto Mendonça de Barros, listou as principais falhas do mercado de capitais brasileiro, como as ações sem direito a voto, inexistência do tag along, fechamento em branco do capital, ausência de sanção judicial (enforcement) para os conflitos societários levados ao Poder Judiciário, dentre outros, tudo com vistas a elaborar um plano de ação que visava a tornar o mercado de capitais nacional transparente, seguro e eficiente.

O fortalecimento do mercado de capitais brasileiro fez com que a sociedade anônima tivesse bastante destaque nos últimos anos, principalmente após a criação dos segmentos especiais de listagem denominados por N1, N2 e Novo Mercado pela BOVESPA, permitindo que o mercado de capitais passasse por uma transformação nunca experimentada por nosso país, realizando a sua função social, consistente na capitalização das sociedades empresárias e desenvolvimento da economia nacional.

As regras de governança corporativa previstas nestes segmentos fizeram com que os investidores retornassem seus recursos à poupança popular, permitindo que o mercado de capitais pudesse realizar a sua função social, consistente na capitalização das empresas. O desenvolvimento deste ambiente depende de regras claras e seguras para a proteção dos acionistas minoritários. Neste contexto, mostra-se absolutamente

necessário adotar regras mais rígidas nas relações societárias no tocante à transparência, equidade e práticas de contabilidade e auditoria.

De acordo com Luiz Leonardo Cantidiano<sup>94</sup>, o respeito a tais princípios de governança corporativa é fundamental para o desenvolvimento do mercado:

“Adotou-se, como ponto de partida dos trabalhos, a constatação de que jamais teremos um mercado de capitais ativo enquanto não forem dadas ao público investidor as condições mínimas de defesa de seus direitos. Existe hoje o sólido consenso de que o respeito aos direitos dos acionistas minoritários, aliados à transparência dos atos de gestão das companhias, são condicionantes do nível de investimentos alocados no mercado de capitais.”

Como fonte de inspiração para a remodelação do mercado de capitais brasileiro esses profissionais e o professor Antônio Gledson tomaram como base o Neuer Markt (Novo Mercado da Alemanha), cujo melhor resultado teria ocorrido naquele ano de 1999, quando mais de 200 IPOs – *Initial Public Offering* (oferta pública inicial) teriam sido realizados nesse segmento de listagem especial, no qual eram exigidas regras rígidas de governança corporativa.

O desenvolvimento do mercado de capitais se deve, em grande parte, pelo esforço desses profissionais e da própria BOVESPA, além da Comissão de Valores Mobiliários, que passou a ter em seus quadros mais recursos humanos e materiais, bem como recebeu investimentos em tecnologia e recursos financeiros para regular o mercado.

Os segmentos especiais de listagem N1, N2 e Novo Mercado<sup>95</sup> foram criados com o objetivo de transformar o mercado de capitais em um ambiente mais

---

<sup>94</sup> Referido por Márcio Souza Guimarães, in, O Controle Difuso das Sociedades Anônimas pelo Ministério Público. Rio de Janeiro. Editora Lumen Juris, 2006, página 10.

<sup>95</sup> De acordo com a BOVESPA, o Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de

seguro e transparente, eliminando-se anomalias que impendiam o seu desenvolvimento e que geralmente estavam relacionados com práticas adotadas pelas companhias e seus controladores que não respeitavam princípios de governança corporativa<sup>96</sup>.

Este cenário de incertezas e insegurança que rodeava o mercado de capitais brasileiro está cada vez mais longe de nossa atual realidade econômica, sendo certo concluir que este resultado somente foi possível diante da adoção do Novo Mercado no ano de 2000 pela Bovespa. Restou comprovado que os investidores estariam dispostos a pagar mais por valores mobiliários de empresas listadas neste segmento especial, por conta das garantias que representavam seus valores mobiliários. Note-se, ainda, que a primeira companhia a aderir ao Novo Mercado foi a CCR- Companhia de Concessões Rodoviárias-, criada a partir de investimentos da Odebrecht na exploração da concessão de um serviço público.

Essa evolução do mercado de capitais, aliado ao crescimento econômico, permitiu que o Brasil atingisse o grau de investimento, classificado pelas três maiores

---

governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Para participar do N1 e N2, as companhias também irão adotar mais regras de governança corporativa. Para verificar as diferenças entre cada um destes, pode-se acessar: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>, clicando em comparativos de segmentos. Acesso em 21 de setembro de 2009 às 04:35horas.

<sup>96</sup> De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, pode-se defini a governança corporativa como: “sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.” Além disso, o IBGC listas os **princípios básicos de governança corporativa**: “Os princípios básicos de Governança Corporativa são: **Transparência** (Mais do que a obrigação de informar é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor.) **Equidade** (Caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders). Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis). **Prestação de Contas** (accountability) (Os agentes de governança2 devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões. **Responsabilidade Corporativa** (Os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.)

agências de *rating* do mundo<sup>97</sup>, sendo certo que a Moody's somente atribuiu tal classificação após a crise mundial dos mercados imobiliários iniciado nos EUA, o que nos traz bastante otimismo.

A adoção de regras de governança corporativa é medida que aumenta a liquidez e o preço dos valores mobiliários das empresas, pois traz maior segurança aos investidores, assim como transparência e garantia contra os interesses dos acionistas. A aplicação compulsória de medidas de governança corporativa contribui, por exemplo, para incentivar a criação de parceria público-privada, pois permite uma fiscalização mais transparente dos recursos e gastos originados a partir da relação travada ente a Administração Pública e o setor privado.

Arnoldo Wald<sup>98</sup> apresenta uma interessante observação sobre a governança corporativa, relacionando-a com a função social da empresa:

“...Desapareceu, então, o “patrão de direito divino” que sobreviveu até o fim do século passado. A economia democratizou-se e passamos de uma piramidal, que refletia organização militar e a própria estrutura jurídica Kelseniana, para uma sociedade baseadas nas redes e na comunicação via internet que domina a “era do acesso”. Assim, surgiu e passou a dominar o mundo a chamada “Governança Corporativa. (...) “A visão realista do mundo contemporâneo considera que não há mais como distinguir o econômico do social, pois ambos os interesses se encontram e se compatibilizam na empresa, núcleo central da produção e da criação da riqueza, que deve beneficiar tanto o empresário como os empregados e a própria sociedade de consumo. Não há mais dúvida que são os lucros de hoje que, desde logo, asseguram a sobrevivência da empresa e a melhoria dos salários e que ensejam a criação dos empregos de amanhã...”

---

<sup>97</sup>A última agência a classificar o Brasil como um local seguro para investimentos foi a Moody's: <<http://ultimosegundo.ig.com.br/economia/2009/09/22/moodys+eleva+brasil+a+grau+de+investimento+8589990.html>> acesso em 26/09/2009, às 12:00horas.

<sup>98</sup> WALD, Arnold (coord. Sálvio de Figueiredo Teixeira). Comentários ao Novo Código Civil: Livro II – Do Direito de Empresa (artigos 966 a 1.195), Volume XIV. Rio de Janeiro. Editora Forense, 2005, págs. 1/2.

A questão referente às falhas de governança corporativa não são exclusivas do mercado de capitais brasileiro. No ano de 2002 os Estados Unidos da América viram uma de suas maiores companhias, considerada como uma das 10 melhores empresas para se trabalhar, simplesmente quebrar inesperadamente, ao menos aos olhos do governo, investidores e acionistas.

A ENRON teve sua falência decretada após se envolver em grave escândalo corporativo provocado por fraudes em seus balanços contábeis, expondo a fragilidade do sistema norte-americano, o que acabou provocando uma reflexão sobre a atuação do governo, principalmente após a falência de outra grande corporação nos EUA, a WORDCOM, pelos mesmos motivos:

*“...Initially, the political response to Enron’s implosion was muted. The Bush administration deflected regulatory impulses with a “bad apple” explanation – any system, however robust, its subject to exploitation by those bent on perpetrating fraud. According to this view of events, Enron was an aberration whose rarity actually served to confirm the soundness of the U.S. corporate governance structure. But this view was shattered by de WorldCom scandal, which broke in the spring of 2002. As with Enron, massive accounting fraud perpetrated by senior executives went undetected by the board or external watchdogs. The U.S. system of corporate governance was throw into crisis, and a governmental response could not avoided...”<sup>99</sup>*

A quebra de duas grandes companhias por maquiagem do balanço não poderia ter sido executada sem a participação da firma de auditoria externa<sup>100</sup>. Por conta disso, a resposta do congresso norte-americano foi dada através da edição da *Sarbanes-Oxley Act*, mais conhecida por “SOX”, que consiste em uma legislação muito mais rígida sobre práticas contábeis e controles de auditoria externa:

---

<sup>99</sup> MILHAUPT, Curtis J. e PISTOR, Katharina. *Law and Capitalism: What Corporate Crises Revel About Legal Systems and Economic development Around The World*. Chicago: Editora University Of Chicago Press, 2008, pág.: 56

<sup>100</sup> As duas companhias eram auditadas pela Arthur Andersen.

*“...Arthur Andersen, Enron’s auditing firm, would be convicted of obstruction of justice in connection with investigations of Enron’s reporting practices, leading to its demise. Confidence in corporate America suffered its most serious blow in decades. A February 2002 report by a special investigative committee of the Enron Board (now known as the power report) found serious failures on the part of literally every actor involved, from the CEO to Enron’s auditor’s and attorneys...Congress responded with the Sarbanes-Oxley Act (commonly known as SOX), which was passed in the summer of 2002 without dissent. It was called the most sweeping reform since the enactment of the securities laws in the 1930s. Briefly, SOX (1) places oversight of the accounting profession under a new regulator called Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), (2) increases criminal and civil liability for securities fraud, (3) restricts the ability of accounting firms to engage in certain nonaudit services on behalf of their auditing clients, (4) requires CEO and CFO certification of a firm’s financial statements and internal controls, (5) requires extensive disclosure of information about issuer’s finances and operations, (6) require firms to audit their internal controls, (7) requires that firms have an audit committee composed entirely of independent directors, at least one of whom is a “financial expert”, and charge this committee with responsibility for the “appointment, compensation and oversight” of the firm’s auditors, (8) prohibits corporate loans to directors and mandates disgorgement of certain CEO and CFO compensation if “misconduct” results in a restatement of the firm’s financial statements, and (9) establishes reporting requirements for securities lawyers who suspects that their clients have violated the securities laws...”<sup>101</sup>*

É certo que o mercado de capitais ainda precisa ser muito mais seguro e transparente, para que não ocorram situações como a que envolveu o mega-fraudador, Bernard Madoff<sup>102</sup>, mas a adoção de regras rígidas de governança corporativa, como a editada pela Sarbanes-Oxley representam um avanço na tentativa de impedir que

---

<sup>101</sup> MILHAUPT, Curtis J. e PISTOR, Katharina. Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic development Around The World. Chicago: Editora University Of Chicago Press, 2008, pág.: 56.

<sup>102</sup> Este foi um dos maiores escândalos corporativos mundiais e tudo foi realizado com base no que conhecemos por “pirâmide” e, que, nos Estados Unidos é conhecido por “Esquema de Ponzi”, lembrando o famoso estelionatário italiano, Carlos Ponzi, que aplicou tal golpe nos EUA e morreu pobre no Brasil. Confira-se:< <http://www.insidernews.com.br/tudo-sobre/tudo-sobre-a-fraudecaso-de-bernard-madoff/>>, acesso em 12 de setembro de 2009, às 21:00horas.

aventureiros abalem o princípio da confiança legítima do investidor e da segurança do mercado de capitais.

No mercado de balcão a negociação é realizada através de negociação intermediada por corretoras e instituições financeiras intermediárias, independentemente da existência de um local próprio para a concretização de negócios de compra e venda de valores mobiliários.

O mercado de balcão pode ser dividido em: (a) mercado de balcão não organizado<sup>103</sup>; e (b) mercado de balcão organizado. O primeiro não está sob supervisão de uma entidade auto-reguladora. O segundo possui um sistema de auto-regulação e é supervisionado pela CVM, devendo obter autorização prévia desta agência reguladora antes de iniciar o seu funcionamento. Nelson Eizirik esclarece o mercado de balcão organizado é costumeiramente utilizado por companhias de menor porte e que os valores mobiliários de uma companhia aberta não poderão ser negociados simultaneamente na bolsa e no mercado de balcão organizado, salvo no caso das debêntures emitidas pelas companhias abertas, que poderão ser negociadas em bolsa de valores e no mercado de balcão organizado<sup>104</sup>.

A sociedade anônima aberta possui autorização para realizar a captação de financiamento junto à poupança popular, o que constitui uma grande vantagem para seus acionistas, já que contará com um capital muito mais barato. Esta solução pode ser imprescindível para o sucesso de um empreendimento realizado através de uma parceria público-privada ou *project finance*.

---

<sup>103</sup> Vide Instrução Normativa CVM: 461/2007.

<sup>104</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 238.

Quando a SPE na PPP for uma sociedade anônima aberta poderá ser realizada, por exemplo, uma oferta de debêntures para captação de recursos junto à poupança popular (mercado de capitais), sendo certo que, neste caso, o custo do dinheiro captado será muito mais favorável do que seria se fosse feito um contrato de mútuo com uma instituição financeira.

## 2.5.5 EMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Fábio Ulhoa Coelho conceitua os valores mobiliários como sendo um título de investimento, cuja natureza jurídica não pode ser aceita como espécie de título de crédito, por não ser possível aplicar os princípios cambiários às relações regidas pela emissão de valores mobiliários:

*“Valores mobiliários são instrumentos de captação de recursos, para financiamento da empresa, explorada por sociedade anônima que os emite, e representam, para quem os subscreve ou adquire, uma alternativa de investimento...Os valores mobiliários, durante algum tempo, foram tratados na doutrina comercialista como espécie de título de crédito...Mas não é essa a forma mais adequada para a abordagem do tema da natureza dos instrumentos de captação de recursos, próprios das sociedades anônimas. Valores mobiliários, ao contrário, devem ser tidos como categoria jurídica à parte, não englobada na dos títulos cambiais e cambiariformes. Isso se deve à inaplicação dos fundamentos do direito cambiário aos valores mobiliários...”<sup>105</sup>*

Os valores mobiliários são, portanto, títulos emitidos pelas sociedades anônimas que servirão para a captação de recursos destinados à realização do seu objeto social ou para financiar projetos.

---

<sup>105</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. São Paulo: Editora Saraiva, 11ª Edição, Volume II, 2008, pág. 138. Neste mesmo sentido a posição de J. E. Tavares Borba: “...A ação é uma coisa móvel – um valor mobiliário – e, como tal, circula autonomamente. Muitos a consideram um título de crédito, mas, na verdade, não é essa a sua natureza...É, portanto, um título de participação...”in, Direito Societário. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 8ª Edição, 2003, pág. 211/214.

Nelson Eizirik<sup>106</sup> esclarece que houve uma aproximação do nosso ordenamento jurídico àquele previsto nos Estados Unidos da América, por força da edição da MP 1.637/1998, convertida na Lei 10.198/2001, buscando ampliar seu conceito de modo que fosse possível alcançar inúmeras outras hipóteses que surgiam no mercado, principalmente aquelas que ficaram conhecidas como “contrato do boi gordo”<sup>107</sup>. A importância desta mudança de cenário em relação ao alcance do conceito de valor mobiliário, a partir da introdução do contrato de investimento coletivo, foi destacada por Carvalhosa e Eizirik:

“...O conceito de valor mobiliário é de grande importância no contexto do direito societário, uma vez que delimita o âmbito de aplicação da Lei n. 6.385/76 e da regulamentação administrativa editada pela CVM...”<sup>108</sup>

Nelson Eizirik enfatiza o ganho obtido pelo mercado com a esta aceção mais aberta do conceito de valores mobiliários:

“...A vantagem da adoção desta aceção mais ampla de valores mobiliários, ao invés de mera enumeração, é que, assim, evitar-se-á a reformulação periódica da legislação sobre mercado de capitais. O alargamento do conceito de valores mobiliários tem o condão de incluir as situações futuras em que serão ofertados novos produtos aos investidor, tendo sido, por via de consequência, aumentado o âmbito de atuação e fiscalização da CVM...”<sup>109</sup>”

---

<sup>106</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 53.

<sup>107</sup> A denominação ficou conhecida desta forma por conta dos negócios realizados pela sociedade anônima fechada “Fazendas Reunidas Boi Gordo S/A”, que negociava títulos envolvendo a engorda do boi, oferecendo-os a qualquer investidor. Naquela época, em meados de 1997, a operação foi muito bem recepcionada pelos investidores, pois um ator do primeiro escalão da Rede Globo de Televisão interpretava um fazendeiro muito poderoso na novela “Rei do Gado”. Além disso, as vantagens remuneratórias oferecidas em curto espaço de tempo completavam o pacote atrativo deste contrato. Em 1998, a Fazendas Reunidas Boi Gordo S/A teve a sua falência decretada no Tribunal de Justiça de São Paulo, deixando milhares de investidores sem receber seus créditos. Sobre o tema: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A CVM e os Contratos de Investimento Coletivo (“boi gordo” e outros). Revista de Direito Mercantil, v. 108, p. 91 e seguintes.

<sup>108</sup> CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. A Nova Lei de S/A. São Paulo: Editora Saraiva, 2002, pág. 478.

<sup>109</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 55.

Não haverá mais dúvida sobre o poder de sanção e ordenador da Comissão de Valores Mobiliários na regulação do mercado de capitais, podendo agir efetivamente no sentido de punir aqueles agentes que não estejam autorizadas a negociar valores mobiliários no mercado de capitais.

“...A disciplina prevista na Lei n. 6.385/76 alcança não só as companhias abertas como os demais emissores de valores mobiliários, nos termos de seu art. 2º, § 2º, com a redação dada pela Lei n. 10.303/2001...”<sup>110</sup>

Não obstante as conclusões acima capturadas, o fato é que nos últimos anos ocorreram diversas ofertas públicas de contrato de investimento coletivo realizadas por sociedades que não tinham autorização para operarem como uma companhia aberta, portanto, em total desrespeito às normas contidas nos artigos 2º, Inciso IX e 19, ambos da Lei 6.385/76, causando grave prejuízo ao mercado e, por consequência, aos investidores<sup>111</sup>.

É lamentável constatar que um dos casos identificados esteja diretamente relacionado com aquele que envolveu a Fazendas Reunidas Boi Gordo S/A. Da análise do Processo Sancionador da CVM n.º: 1160/2005, pode-se verificar que a sociedade

---

<sup>110</sup> CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. A Nova Lei de S/A. São Paulo: Editora Saraiva, 2002, pág. 479.

<sup>111</sup> É o caso do Grupo Avestruz Máster, que oferecida a oportunidade de investimento em avestruzes, como promessas de rendimentos elevados e em curto prazo e promessa de recompra dos animais. A Deliberação da CVM n.º: 473 aplicou uma multa à sociedade limitada que operava este sistema: <[http://www.cvm.gov.br/port/alertas/alerta\\_avestruz\\_master.asp](http://www.cvm.gov.br/port/alertas/alerta_avestruz_master.asp)>, acesso em 23 de setembro de 2009, às 14:00horas. A sociedade Top Avestruz Criação, Comércio, Importação e Exportação Ltda, também oferecia a mesma oportunidade negocial e foi igualmente fiscalizada e punida pela CVM, conforme Deliberação n.º: 474: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4570-0.HTM>, acesso em 23 de setembro de 2009, às 14:02horas. Da mesma maneira, a CVM emitiu o alerta para os investidores sobre a sociedade em conta de participação envolvendo os direitos federativos dos jogadores de futebol do Clube Palmeiras: [http://www.cvm.gov.br/port/alertas/ALERTA\\_PALESTRA-GUARANI.asp](http://www.cvm.gov.br/port/alertas/ALERTA_PALESTRA-GUARANI.asp)>, acesso em 23 de setembro de 2009, às 14:05horas. Outro caso que também chamou a atenção envolveu a Pothencia Tecnologia Ambiental Ltda. - que desenvolvia o projeto Guanandi Wood - para que esta, em seu nome, implantasse o cultivo e fizesse a gestão do empreendimento. Além disso, o retorno financeiro do investidor viria por meio do recebimento das receitas com a venda de sementes, subprodutos e corte da madeira. O arrendatário poderia ceder seus direitos contratuais no "Guanandi Wood". <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/090608NotB.asp>>, acesso em 23 de setembro de 2009, às 14:10horas.

empresária Global Nordeste Participações e Investimentos S/A, através de anúncio em seu site na rede mundial de computadores, informava que estaria procurando proprietários de contratos de investimento coletivo (CIC) emitidos pela Fazendas Reunidas Boi Gordo S/A, que estava sob o efeito de uma concordata preventiva.

A Global Nordeste oferecia a oportunidade destes investidores se tornarem seus acionistas, sob a promessa destes passarem a usufruir de alguns direitos, tais como: assessoria jurídica no processo da Fazendas Reunidas Boi Gordo S/A, representação judicial para habilitação de crédito e impugnação de habilitações de terceiros, acompanhamento dos processos envolvendo a Fazendas Reunidas Boi Gordo S/A, estrutura jurídica e suporte técnico de escritórios, dentre outros serviços. Para tanto, deveria o interessado integralizar 600 ações, no valor unitário de R\$ 1,00.

A Comissão de Valores Mobiliários entendeu que se tratava de uma oferta pública de valores mobiliários sem que houvesse prévia autorização da própria agência reguladora do mercado de capitais, tendo sido aplicada uma multa aos envolvidos. Vale a pena transcrever trechos do Processo Sancionador Administrativo da CVM n.: 1160/2005:

Ementa: Distribuição irregular de valores mobiliários, sem prévio registro na CVM, conforme previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/76. Multa. Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, e com fundamento no art. 11, § 3º, inciso II, da Lei nº 6.385/76, decidiu: (i) aplicar à acusada Global Nordeste Participações e Investimentos S.A. a pena de multa pecuniária de R\$ 30.537,36 (trinta mil, quinhentos e trinta e sete reais e trinta e seis centavos), equivalente a 20% do valor da distribuição irregular; e (ii) aos acusados Augusto César Moreira Ramos de Vasconcelos, Francisco Artagnam de Aragão Matos e Sérgio Eduardo Chinelato a pena de multa pecuniária individual de R\$ 15.268,62 (quinze mil, duzentos e sessenta e oito reais e sessenta e

dois centavos), equivalentes a 10% do valor da distribuição irregular. [...] 5. A SRE apurou que a Global Nordeste anunciava que seu modelo de negócios estava espelhado no da Global Brasil Participações S.A. ("Global Brasil"), empresa cujas atividades também consistiam na procura pública da poupança de credores da Boi Gordo, e que teve suas atividades suspensas pela CVM com a edição da Deliberação 428, de 10.04.20022. [...] 3. Com a expansão do conceito de valor mobiliário, principiado pela Medida Provisória 1.637/98, mais tarde convertida na Lei nº 10.198/01, a competência da CVM sofreu um substancial alargamento, passando a abranger não apenas os valores mobiliários expressamente previstos em lei, mas também os contratos e títulos de investimento coletivo de que trata o inciso IX, art. 2º, da Lei 6.385/7612. 4. A partir dessa mudança, o núcleo da definição de valor mobiliário passou a depender do apelo à poupança pública. Dessa forma, o primeiro ponto a ser enfrentado diz respeito à verificação da existência ou não de uma oferta pública de valores mobiliários. Para isso, convém transcrever o art. 19, §3º da Lei 6.385/76, que, hierarquicamente, ao lado dos §§ 1º e 2º, art. 4º, da Lei 6.404/76, é o principal dispositivo legal a respeito da matéria [...] 6. Como se viu, tanto a lei quanto a regulamentação empregam linguagem aberta, genérica e exemplificativa para evidenciar a ocorrência da distribuição pública. Por outro lado, esse enunciado aberto reflete-se na interpretação, igualmente ampla, que lhe tem sido conferida pelos órgãos judiciais e administrativos encarregados de aplicá-lo. Neste ponto, a realidade brasileira não diverge daquela das principais jurisdições, como ensina Luiz Gastão Paes de Barros Leães, ao escrever sobre o conceito de security no direito norteamericano: "Ora, a definição legal acima transcrita de security desobedece a essas regras. Primeiro, não estabelece os 'limites conceituais' do objeto definido: apenas enumera tipos da entidade designada na definição. De resto, essa enumeração não é exaustiva: é puramente exemplificativa (numerus apertus). Ademais, com a expressão final 'or, in general, any interest or instrument commonly known as security', a definição inclui, no seu contexto, a própria coisa definida, agredindo uma das regras básicas da boa conceituação. Longe, pois, de fornecer a 'essência' do conceito de 'security' o legislador se limita a enumerar, exemplificativamente, tipos que partilhariam de uma essência comum, de resto deixada indefinida. Por outro lado, a assertiva, acima comentada, de que seria security 'any interest commonly known as security', é sobremodo vaga, indefinida, e até perigosa: 'comumente conhecida' por quem? Caberia essa identificação aos tribunais ou seria da competência das

agências federais fiscalizadoras do mercado de valores? Natural, portanto, que a noção legal de security tenha chamado a atenção dos tribunais, pressionados por necessidades concretas de aplicação da lei, os quais procuraram trabalhar num denominador comum aos vários exemplos enumerados no texto legal, e que, por via de consequência, fornecesse os ‘elementos essenciais’ do conceito em tela. Nesse sentido, construiu-se uma interpretação longa em torno da expressão ‘investment contract’ que consta do texto da lei e que explicaria o significado do vocábulo ‘security’" [...] O site era um meio ostensivo de captação da poupança pública, que seria utilizada para financiar as atividades da Global Nordeste, de prestação de serviços relativos à recuperação de créditos junto à Boi Gordo. 9. É indiferente que as pessoas tivessem que conhecer o endereço do site e tomar, elas, a iniciativa de visitarem-no. Nesse ponto o ambiente virtual em nada diverge do físico, pois também é preciso que se conheça o endereço de um estabelecimento comercial e que se tome a iniciativa de dirigir-se até ele. O fundamental, seja quanto ao site, seja quanto ao estabelecimento comercial, é que estejam abertos ao público, sem restrições. No caso dos autos, o site não continha restrição de acesso a qualquer de suas seções; seu conteúdo estava inteiramente disponível a qualquer pessoa que fosse àquele endereço, independentemente de existir ou não relação prévia com a Global Nordeste. 10. Houve, portanto, apelo de venda e esforço para coleta de recursos públicos, que é o elemento central da definição de valor mobiliário. Por seu turno, o ganho esperado por parte dos investidores que subscreverem ações da Global Nordeste equivalia à expectativa de recuperação, mais célere e menos custosa, das perdas que haviam sofrido com a concordata da Boi Gordo. Como se vê da passagem do voto do Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, Relator do Processo CVM RJ 2003/0449, julgado pelo Colegiado em 28.08.2003: "Esta expectativa de ganho deve ser entendida em sentido amplo, daí porque a própria redação da lei dá esse testemunho ao dizer por direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive de prestação de serviços. Tudo indica que a lei pretendeu cobrir qualquer investimento que o público faça na expectativa de obter algum rendimento. (...) Não cabe, então, uma leitura reducionista, notadamente em razão de ser o conceito no caso nitidamente instrumental e funcional, como dito." 11. O argumento de que as pessoas que subscreveram as ações da Global Nordeste constituíam um grupo definido, com o qual ela já existia relação anterior, também não pode ser aceito. Em primeiro lugar, ele não foi provado. O contrato firmado entre a SEC e a Boi Gordo único documento juntado pela defesa à

guisa de prova de vínculo prévio só demonstra que as duas empresas mantiveram uma relação de representação comercial, mas daí nada se pode concluir quanto àqueles que vieram a aportar recursos na Global Nordeste, nem quanto à alegada condição de clientes da SEC [...] 14. Acresça-se a isso que, embora o total de recursos captados, bem como a aplicação média por acionista, afigure-se relativamente reduzido (abaixo de R\$ 900,00, sem considerar os aportes dos fundadores) trata-se, em sua totalidade, de investidores de varejo, aparentemente sem qualquer qualificação ou sofisticação financeira que indicasse a possibilidade de tomada de uma decisão de investimento informada. [...] 17. Considero, portanto, verificadas a ocorrência das violações aos §§ 1º e 2º do art. 4º da Lei 6.404/76, §3º do art. 19 da Lei 6.385/76 e arts., 6º, 7º e 8º da Instrução 13/80[...]"

Em razão deste novo conceito de valor mobiliário adotado por nosso sistema, podemos afirmar que nos aproximamos da concepção de *securities* prevista na legislação norte-americana: *Securities Act* de 1933. O conceito de *security* nos EUA encontra seu delineamento na célebre decisão subscrita pelo *Justice* Murphy, no caso *SEC v. W. J. Howey Company*.

A Suprema Corte dos Estados Unidos conceituou o contrato de investimento coletivo e ainda forneceu elementos para conduzir à sua aplicação. A força deste precedente pode ser constatada na medida em que tornou-se referência para a exata compreensão do que seria uma oferta de contrato de investimento coletivo, sendo muito freqüente a utilização das expressões “*Howey definition*” ou “*Howey Test*”, para extração de seu conceito.

A jurisprudência administrativa da Comissão de valores Mobiliários segue a “*Howey definition*”, para caracterização da oferta de um contrato de investimento coletivo, como podemos observar no Processo Sancionador da CVM n.º: 13207/2007, referente ao caso envolvendo a sociedade empresária Rancho Belo:

Ementa: Emissão pública de títulos, valores mobiliários ou contratos de investimento coletivo realizada sem prévio registro na CVM. Multa. Emissão de títulos ou contratos de investimento coletivo para distribuição pública por sociedade limitada. Multa. Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76, por unanimidade de votos, decidiu: 1) Aplicar a pena de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) à Rancho Belo Indústria e Comércio Ltda. por descumprimento ao disposto no art. 19, caput, da Lei nº 6.385/76, e ao art. 3º, caput, da Instrução CVM nº 296/98; 2) Aplicar a pena de multa pecuniária individual no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) aos acusados Carlos Roberto Corá e Felipe Wiesbauer Corá, ambos na qualidade de Diretores da Rancho Belo, por descumprimento ao disposto no art. 19, caput, da Lei nº 6.385/76, e ao art. 3º, caput, da Instrução CVM nº 296/98; 3) Aplicar a pena de multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) à Rancho Belo Indústria e Comércio Ltda. por descumprimento ao disposto no art. 1º da Instrução CVM nº 270/98. 4) Comunicar ao Ministério Público, na forma do art. 12 da Lei nº 6.385/76 e no art. 10, § 1º, da Deliberação CVM nº 538/08, o resultado desse julgamento, por haver indícios de ocorrência do crime tipificado no art. 27-E da Lei nº 6.385/76. 3.1 Em minha opinião, há provas suficientes nos autos para caracterizar as CPRs emitidas pela Rancho Belo como valores mobiliários, conforme prevê o art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, transcrito abaixo: Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...) 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. 3.2 Conforme decisão recente deste colegiado, são os seguintes os requisitos para a caracterização de um valor mobiliário de acordo com esse dispositivo legal: i. deve haver um investimento; ii. O investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato; iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio; iv. o investimento deve dar direito a alguma forma de remuneração; v. a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor; e vi. os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública. 3.3 Aplico, então, esses requisitos ao caso concreto: Houve investimento? Sim. Os

reclamantes aplicaram os recursos com a intenção de investir. Os documentos fornecidos pelos acusados eram obviamente destinados a potenciais investidores, pois contavam com expressões como "rentabilidade pré-fixada", "diversificação de portfólio" e "liquidez" e "investimento seguro". Esse investimento foi formalizado por um título, ou por um contrato? Sim e os acusados não o negam. O investimento foi coletivo? Sim. Os autos demonstram que há dezenas de ações judiciais contra a Rancho Belo, propostas por diversos autores diferentes, cobrando CPRs. Note que, para a caracterização de um investimento coletivo, não é necessário que todos os títulos tenham um mesmo valor ou as mesmas características. Basta que os títulos sejam similares, colocando-os investidores em uma situação semelhante em relação ao emissor. Alguma forma de remuneração foi oferecida aos investidores? Sim. Algumas CPRs emitidas pela Rancho Belo eram adquiridas com deságio sobre seu valor de face. Em um dos títulos consta expressamente a alíquota dos juros a serem pagos mensalmente. Em todas, a liquidação era meramente financeira, sem entrega dos produtos. A remuneração oferecida tinha origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros?

Sim. O valor obtido com a negociação dos títulos era explicitamente aplicado nas atividades operacionais da Rancho Belo. A remuneração, evidentemente, era suportada pelos resultados dessas atividades. Os contratos foram ofertados publicamente? Sim, conforme demonstrarei no item subsequente.”

Neste mesmo sentido é a decisão da CVM exarada nos autos do Processo CVM n.º: 11.593/2007, cujo julgamento tratou do enquadramento da Cédula de Crédito Bancário. Note-se que o Diretor Marcos Barbosa Pinto fez expressa menção ao precedente “Howey”, bem como informou quais seriam os seus cinco elementos, os quais traduziriam o conceito de valor mobiliário:

“...2.8 O inciso IX foi claramente inspirado em decisões da Suprema Corte dos Estados Unidos a respeito do conceito de security, em particular, no caso SEC v. W. J. Howey Company.<sup>(3)</sup> Neste caso, a Suprema Corte decidiu adotar um "princípio flexível e não estático, capaz de se adaptar aos variáveis e incontáveis arranjos criados por aqueles que captam dinheiro de terceiros". 2.9 Segundo a definição que consta em Howey, o conceito de security deve abranger "qualquer contrato, negócio ou arranjo por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um

empreendimento comum e espera receber lucros originados exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de terceiros". 2.10 Analisando este conceito, a doutrina e a jurisprudência norte-americanas destacam cinco elementos: para que estejamos diante de um security, uma pessoa deve entregar sua poupança a outra com o intuito de fazer um investimento; a natureza do instrumento pelo qual o investimento é formalizado é irrelevante, pouco importando se ele é um título ou contrato ou conjunto de contratos; o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem realizar um investimento em comum; o investimento deve ser feito com a expectativa de lucro, cujo conceito é interpretado de maneira ampla, de forma a abarcar qualquer tipo de ganho; o lucro deve ter origem exclusivamente nos esforços do empreendedor ou de terceiros, que não o investidor. 2.11 Sem muitas dificuldades, podemos perceber que estas diretrizes encontraram acolhida no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.386/76, que estabeleceu os seguintes requisitos para a caracterização dos valores mobiliários: deve haver um investimento ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ..."); o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ..."); o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ..."); o investimento deve dar direito a alguma forma de "remuneração", termo ainda mais amplo que o correlato "lucro" utilizado no direito norte-americano ("IX - ... títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração ..."); a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor ("IX - ... cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros"); e os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública, requisito que não encontra similar no conceito norte-americano mas que se coaduna perfeitamente com o sistema regulatório dos Estados Unidos ("IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ..."). 2.12 Além destes fatores, que integram o conceito previsto no inciso IX, não podemos esquecer das exceções previstas no §1º do art. 2º, segundo o qual não são valores mobiliários nem os títulos da dívida pública nem os títulos de responsabilidade das instituições financeiras."

É importante mencionar que o artigo 2º da Lei 6.385/1976, alterado pela 10.303/2001, estabelece um rol considerado exaustivo de valores mobiliários, não sendo

mais possível ampliar as hipóteses de valores mobiliários por parte da Comissão de Valores Mobiliários ou do Conselho Monetário Nacional, por força da elasticidade conceitual do artigo 2º, Inciso IX, da Lei 6.385/76:

“Com a nova redação dada ao art. 2º, não mais existe possibilidade de ser aumentado o elenco de valores mobiliários, seja pelo CMN, seja pela CVM. Dado o caráter flexível do conceito de “títulos e contratos de investimento coletivo”, presume-se que o legislador entendeu que mais será necessária a ampliação do rol de ativos tidos como valores mobiliários, por meio da edição de normas regulamentares. Assim, o elenco de valores mobiliários previstos no art. 2º da Lei n. 6.385/76, em sua nova redação, passa a ser exaustivo e não mais exemplificativo...”<sup>112</sup>,

Vale destacar que os valores mobiliários mais conhecidos são: ações, debêntures, notas promissórias comerciais, bônus de subscrição e o contrato de investimento coletivo. Como já dissemos, nenhuma emissão pública de valores mobiliários poderá ser realizada sem o registro na CVM, devendo a sociedade anônima emissora ostentar a qualificação de companhia aberta, conforme artigo 19 da Lei da 6.385/1976. O poder de sanção da CVM não se limita às companhias abertas e alcança todos os emissores de valores mobiliários, nos termos do artigo 2º, § 2º, da Lei 6.385/1976, o que significa concluir que uma sociedade limitada ou uma sociedade anônima fechada, que não estão autorizadas a realizar oferta pública de valores mobiliários poderão ser responsabilizadas e fiscalizadas pela CVM.

### **2.5.5.1- AÇÕES**

As ações correspondem a uma fração do capital social e o seu titular possui a condição de sócio de uma sociedade anônima. O acionista é, portanto, titular de

---

<sup>112</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008.

direitos de sócio que lhe assegurarão direitos de participação na sociedade. O artigo 109 da Lei de S/A estabelece um rol de direitos que são considerados essenciais para os acionistas e, por conta disso, não poderão ser afastados pelo estatuto ou pela assembléia. Assim, o direito de participar dos lucros, da partilha no acervo em caso de liquidação, de fiscalizar ou preferência para subscrever ações da companhia e de retirar-se da sociedade são exemplos de direitos classificados de essenciais.

J. E. Tavares Borba<sup>113</sup> adverte que estes direitos não são rígidos, como parecem, pois:

“...O direito de preferência para a subscrição de ações, por exemplo, poderá ser negado nos casos em que as ações se destinem à colocação pública. O direito de participar dos lucros e do acervo não se aplica, necessariamente, de modo equânime, a todos os acionistas. As ações preferenciais, com prioridade na percepção de dividendo ou no reembolso do capital, têm pesos diversos nesses direitos. (...) A fiscalização dos acionistas não se processa de forma direta, mas através do conselho fiscal, de funcionamento não obrigatório, e das auditorias independentes, cuja contratação é compulsória nas companhias abertas (art.177, parágrafo 3º)”.

Nelson Eizirik<sup>114</sup> informa que o rol contido no artigo 109 da LSA não é taxativo, pois existem outros direitos essenciais ao longo da Lei 6.404/1976, que assim também serão qualificados, tais como: o direito ao *tag along* previsto no artigo 254-A; o voto múltiplo e a eleição em separado, contidos no artigo 141, §§ 1º e 4º, respectivamente, para eleição dos membros do conselho de administração; o direito de negociar livremente suas ações disposto no artigo 36; o direito de eleição em separado para o conselho fiscal.

---

<sup>113</sup> BORBA, J. E. Tavares. Direito Societário. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 8ª edição, 2003, pág. 336.

<sup>114</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 58.

Não se pode deixar de mencionar que o voto não é considerado um direito essencial<sup>115</sup>, uma vez que poderá deixar de ser atribuído às ações preferenciais, desde que observado o limite contido no artigo 15, §2º, da LSA.

Quanto à sua natureza jurídica, a doutrina se divide em duas correntes contrárias: a primeira é capitaneada por Rubens Requião<sup>116</sup>, que lhe atribuiu a condição de título de crédito:

*“...Assim, podemos conceituar as ações como um título de crédito ao mesmo tempo em que é um título corporativo, isto é, um título de legitimação que permite ao sócio participar da vida da sociedade, além de representar ou corporificar uma fração do capital social...”*

De outro lado, J. E. Tavares Borba<sup>117</sup> e Fábio Ulhoa Coelho<sup>118</sup> discordam a posição do saudoso professor do Paraná, salientando que os valores mobiliários não podem ser classificados como espécies de títulos de crédito, pois não seguem os princípios cambiários. Os titulares das ações não estariam na posição de credores de uma obrigação creditícia, mas sim investidores dos poderes de participação naquela sociedade.

É vedada a possibilidade de inclusão de cláusula estatutária que negue o direito do acionista de ceder suas ações. A única restrição que a lei considera possível é o estabelecimento de um direito de preferência, portanto, poder-se-ia limitar o direito de alienação das ações, mas não será possível vedar tal direito. Esta limitação somente poderá ocorrer em uma sociedade anônima fechada.

---

<sup>115</sup> Deve-se verificar que o artigo 111 estabelece a possibilidade do Estatuto negar o direito de voto às ações preferenciais.

<sup>116</sup> REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial. São Paulo: Editora Saraiva, Vol. 2, 2003, pág. 75. Neste mesmo sentido, conforme citação de Rubens Requião, ob. cit., pág 74: Carvalho de Mendonça, Trajano de Miranda Valverde e Waldemar Ferreira.

<sup>117</sup> Veja em: BORBA, J. E. Tavares. Direito Societário. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 8ª edição, 2003, pág. 211/214

<sup>118</sup> Para tanto, consulte: COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. São Paulo: Editora Saraiva, Vol. 2, 2008, pág. 139/140

Não obstante, J. E. Tavares Borba aduz ser possível estabelecer acordo de acionistas para inclusão de cláusulas de preferência ou até mesmo para imposição da compra ou venda entre os acordantes<sup>119</sup>:

*“...A cláusula que impõe ao sócio, em determinadas situações de impasse, a alternativa, face ao outro sócio, de comprar ou vender ações da companhia de que participam, afigura-se solução extremamente inteligente, dotada de elevado conteúdo de equidade, tanto que cabe ao interessado na oferta de compra ou venda (buy or sell) fixar o preço por ação pelo qual comprará todas as ações do outro sócio, ou a ele venderá todas as suas...”*

Os acionistas poderão, dessa forma, mesmo que seja uma companhia aberta, limitar o exercício do direito de alienação das ações entre aqueles que estão vinculados a um acordo de acionistas com as cláusulas de opção de compra ou de venda.

#### **2.5.5.1.1- AÇÕES ORDINÁRIAS**

As ações poderão ser classificadas em: ordinárias, preferenciais e de fruição. As primeiras possuirão os direitos básicos de um acionista, incluindo o direito de votar. Já as preferenciais gozarão de alguma vantagem que não é usufruída pelo acionista ordinário. Por fim, as chamadas ações de gozo ou fruição são aquelas que já foram amortizadas, nos termos do artigo 44, § 5º, da Lei de S/A.

As ações ordinárias são, portanto, valores mobiliários que darão ao seu titular o direito de participar da companhia, inclusive influenciando seu destino em razão do direito de voto.

---

<sup>119</sup> BORBA. J. E. Tavares. Temas de Direito Comercial. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2007, pág. 08.

Em regra, as ações ordinárias não podem ser divididas em classes, mas o artigo 16 da LSA permite que isso ocorra nas sociedades anônimas fechadas, outorgando aos seus titulares vantagens políticas para preenchimento de cargos no conselho de administração ou prevendo a conversibilidade em ações preferenciais ou, ainda, exigindo a qualidade de brasileiro para o acionista. Deve-se ter atenção quanto à divisão de classes das ações ordinárias na sociedade anônima fechada, pois se esta resolver abrir seu capital, por consequência, antes da realização da oferta esta divisão deverá ser excluída, pois não se admite tal cenário na companhia aberta.

Note-se que todas as ações ordinárias possuirão direito de votar, mas isso não significa um direito absoluto, pois o artigo 120 da LSA autoriza a suspensão deste direito pela assembléia, quando o acionista deixar de cumprir com seus deveres.

#### **2.5.5.1.2-AÇÕES PREFERENCIAIS**

As ações preferenciais se diferem das ordinárias por possuírem um privilégio outorgado pela companhia e que está previsto no estatuto, podendo consistir, por exemplo, em dividendo fixo ou mínimo ou, ainda, no direito ao *tag along* previsto no artigo 254-A, conforme artigo 17 da LSA. O que faz uma ação ser considerada como preferencial, portanto, é a atribuição de uma vantagem estatutária que não é usufruída pelo titular de ações ordinárias.

A Lei 6.404/1976 estabeleceu algumas regras que asseguram ao preferencialistas direitos políticos, que poderão influenciar na vida societária daquela companhia, em observância às boas práticas de governança corporativa. Neste sentido, o

artigo 161, § 4º, Inciso I, permite que os preferencialistas, sem direito a voto ou com voto restrito, possam eleger um membro para o conselho fiscal.

É importante consignar que a Comissão de Valores Mobiliários já manifestou seu posicionamento no sentido de que o acionista controlador, ainda que também seja proprietário de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, não poderá participar da deliberação, porque isso corresponderia a uma hipótese de abuso de poder de controle, considerando que o exercício de direito de voto neste caso comprometeria o direito à fiscalização garantido pela Lei de S/A e violaria o direito dos acionistas de possuir um representante no conselho fiscal. Há, portanto, quebra do dever de realizar a função social da sociedade anônima, nos termos do artigo 116, p. único da LSA. O “Caso Springer” é referência neste tema, portanto, confira-se trecho do Processo Administrador Sancionador nº: 020/2004:

Ementa: Eleições em separado de representante dos preferencialistas para o Conselho Fiscal da companhia aberta Springer S/A, em assembléias gerais, nas quais se verificou a participação de acionistas controladores e administradores entre os votantes. Inteligência do art. 161, § 4º, alínea "a", da Lei nº 6.404/76 abordada pelo Parecer de Orientação CVM nº 19. - Abuso de Poder de Controle. Multa e Absolvição. - Abuso de Direito de Voto. Multa e Absolvição. (...) Estes dispositivos de nosso ordenamento vêm justamente exemplificar as condutas que caracterizam o abuso de poder de controle, entendido, conforme Luiz Gastão Paes de Barros Leães, como a situação na qual o titular do controle societário "exerce a sua faculdade, desviando-se de sua finalidade, que é a de fazer a sociedade realizar o seu objetivo e de cumprir a sua função social, pelo que deverá responder pelos danos causados nos direitos e interesses dos demais acionistas, dos que participam da vida societária e do meio social em que se insere". Assim, no meu entender, trazendo já as normas e a definição de abuso de poder de controle para os fatos em julgamento, o voto de controladores numa eleição em separado para um Conselho Fiscal corresponde a uma modalidade de abuso de poder de controle. Ao suprimir o direito dos minoritários de possuírem legítimo representante no Conselho Fiscal, e, por conseqüência,

comprometer o direito à fiscalização da gestão dos negócios sociais garantido pela Lei das S.A., a sociedade deixa de cumprir normas (como a própria Lei nº 6.404/76, em seu art. 161, §4º, alínea "a" e o Parecer CVM nº 19/90) que regem seu funcionamento, o que configura, evidentemente, o descumprimento de uma de suas funções sociais basilares, qual seja o do exercício de suas atividades segundo os parâmetros de legalidade, configurando o ato de votar do acionista controlador uma decisão que não tem por fim o interesse da companhia, pois, através de tal conduta, estariam sendo privilegiados os interesses daqueles que detêm o controle administrativo e financeiro da empresa.

É necessário tratar do direito de voto para as ações preferenciais. A premissa básica é a de que o preferencialista possui o direito de votar, devendo o estatuto negar tal direito expressamente. Se não houver proibição no estatuto valerá o direito de voto do preferencialista.

O artigo 111 da LSA permite que o estatuto negue o direito de voto para o preferencialista, portanto, é perfeitamente legítimo privar o acionista preferencial quanto ao exercício do voto. Deverá ser observado, contudo, que o artigo 15, § 2º da LSA impõe um limite quanto ao número de ações preferenciais sem voto ou com restrição a este direito. De acordo com este dispositivo, o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas à restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas.

De toda sorte, ainda que haja proibição ou restrição ao direito de votar, os acionistas preferenciais poderão exercê-lo em algumas oportunidades previstas na própria Lei 6.404/1976. Assim, na assembléia de constituição da companhia todos os acionistas terão direito de votar, conforme artigo 87, § 2º; na assembléia de dissolução da sociedade anônima todos os acionistas também votam, nos termos do artigo 213, §

1º; e, ainda, naquele caso descrito no artigo 111, § 1º<sup>120</sup>, quando a companhia deixa de honrar o privilégio dos preferencialistas por três anos consecutivos, fazendo com estes passem a ter o direito transitório de votar, o qual perdurará até que sejam pagos.

A possibilidade de o acionista votar poderá lhe render outros direitos além do poder de influenciar sua vida societária através da participação nas assembleias. Neste sentido, observe-se que apenas o acionista com direito a voto terá direito ao *tag along*, conforme artigo 254-A da Lei de S/A. Assim, se houver uma alienação de controle de uma companhia aberta, o terceiro adquirente deverá realizar uma oferta pública para aquisição das ações dos acionistas minoritários que possuam direito de votar. Em relação a este tema, é preciso destacar que a possibilidade de extensão deste direito ao acionista preferencialista que estiver na condição do artigo 111, § 1º, da LSA, se mantém controversa, pois seu direito de voto é transitório.

A Comissão de Valores Mobiliários já firmou sua orientação no sentido de que os destinatários da oferta pública do artigo 254-A serão apenas aqueles acionistas que possuem direito de voto permanente<sup>121</sup>, o que excluiria, por conseguinte, os preferencialistas sem direito a voto e que não possuam como privilégio o *tag along*, bem como aqueles que tenham adquirido tal direito de forma transitória. Esta foi a conclusão firmada no “Caso Mendes Júnior”, referente ao Processo CVM nº: 7152/2002:

---

<sup>120</sup>. Fábio Ulhoa Coelho afirma, que: “...*Os destinatários da oferta pública na alienação do poder de controle são os acionistas titulares de direito de voto, ou seja, os ordinarielistas (sempre), os preferencialistas de classe em relação à qual o estatuto não subtrai o direito de voto e os preferencialistas que titularizam, como vantagem estatutária, a garantia a dividendos fixos ou mínimos e estão no exercício do direito a voto nos termos do art. 111, § 1º...*” in, Curso de Direito Comercial. São Paulo: Editora Saraiva, Vol. 2, 2008, pág. 288/289.

<sup>121</sup> Confira-se a redação do artigo 29 da IN CVM n. 361/2002: " A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária."

RELATORA: Diretora Norma Jonssen Parente.  
EMENTA: O direito de voto adquirido pelos preferencialistas, nos termos do § 1º, do artigo 111, da LSA, não tem o condão de elidir os demais direitos conferidos pela Lei Societária ou regulamentos da CVM a essa espécie de ações. Provimento do recurso, entendendo cabível o pedido de instalação de Conselho Fiscal pelos preferencialistas detentores de, no mínimo, 1% das ações sem direito a voto, em conformidade com a previsão da Instrução CVM nº 324/00[...] Não é outra a orientação dada pelos regulamentos da CVM, como se verifica na Instrução CVM nº 361/02, que trata do instrumento da Oferta Pública, quando exclui da OPA obrigatória as ações que não tenham direito a voto permanente, como se vê: "Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária." O instituto do Tag Along está previsto no artigo 254-A da LSA e assegura a extensão das condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia, aos outros acionistas detentores de ações com direito a voto permanente. Trata-se de um dos mais importantes direitos do acionista, do qual os preferencialistas estão excluídos. O dispositivo em questão fala em "pleno e permanente direito de voto" para caracterizar os destinatários do direito ao tag along, indicando a clara distinção entre preferencialistas e ordinaristas. Pelo que se pode depreender, preferencialistas jamais se transmudarão em ordinaristas, nada obstante a aquisição do direito de voto temporário. A aquisição desse direito, em virtude do prejuízo patrimonial, não tem o condão de modificar a própria essência da ação preferencial.

A leitura da decisão revela que Marcelo Trindade e Norma Parente, ex-presidente e ex-diretora da CVM, respectivamente, manifestaram seus votos no sentido da necessidade de se possuir o direito "permanente" ao voto, afastando-se a oferta pública do artigo 254-A da LSA para os preferencialistas que estiverem na condição do artigo 111, §1º. Não obstante a autoridade dos ex-integrantes da Comissão de Valores Mobiliários, a nosso sentir a questão merece outra solução. Entendemos que o artigo 254-A não exige o requisito da permanência para o reconhecimento deste direito. O

citado dispositivo apenas menciona que o acionista deverá possuir o direito de votar, sem concluir se este deva ser ou não permanente.

Para se beneficiar do *tag along* bastaria estar no exercício do direito de voto, mesmo que este seja transitório, de sorte que o acionista preferencialista sem direito de voto, mas que tenha adquirido tal direito na forma do artigo 111, § 1º, ainda que temporariamente, será destinatário da regra contida no artigo 254-A.

Como observa Fábio Ulhoa Coelho<sup>122</sup>, é perfeitamente possível reconhecer o direito ao *tag along* nestas circunstâncias:

*“...Os destinatários da oferta pública na alienação do poder de controle são os acionistas titulares de direito de voto, ou seja, os ordinarielistas (sempre), os preferencialistas de classe em relação à qual o estatuto não subtrai o direito de voto e os preferencialistas que titularizam, como vantagem estatutária, a garantia a dividendos fixos ou mínimos e estão no exercício do direito a voto nos termos do art. 111, § 1º...”*

Nelson Eizirik<sup>123</sup>, corrobora esta orientação:

*“... Em nosso entendimento, contudo, tal orientação emanada da Instrução CVM nº 361/2002 é ilegal, uma vez que o artigo 254-A da Lei das S.A. não faz qualquer menção a controle exercido de modo permanente para o efeito de caracterizar a alienação do controle acionário...”*

No que concerne às ações de fruição, o artigo 44, § 5º da LSA, esclarece que aquelas ações ordinárias ou preferenciais que tenham sido amortizadas poderão ser substituídas por ações de fruição, com as restrições fixadas pelo estatuto ou pela assembleia-geral que deliberar a amortização. Quando ocorrer a liquidação da

---

<sup>122</sup> Conforme: Curso de Direito Comercial. São Paulo: Editora Saraiva, Vol. 2, 2008, pág. 288/289

<sup>123</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 574.

companhia, as ações amortizadas só concorrerão ao acervo líquido depois de assegurado às ações não amortizadas valor igual ao da amortização, corrigido monetariamente.

#### **2.5.5.1.3- AÇÕES GOLDEN SHARE**

A *golden share* é uma ação preferencial e está prevista em nosso ordenamento jurídico no artigo 17, § 7º da Lei 6.404/1976, estando presente naquelas companhias que foram objeto de desestatização, tendo como único titular o ente federativo, o qual passará a usufruir de um poder de veto sobre determinadas operações societárias realizadas.

As *golden share's* não são endossáveis, nem mesmo para outro ente federativo. Não se pode esquecer, contudo, que, na qualidade de ações preferenciais, estas deverão possuir uma daquelas vantagens previstas no artigo 17 da LSA.

A justificativa para a criação de *golden share's* em favor da unidade federativa que promoveu a desestatização é a permanência do interesse público naquela atividade que agora está sob o controle do setor privado. Esta ação permite que o Ente Desestatizante possa exercer uma função reguladora<sup>124</sup> e um controle interno mais efetivo e preventivo, inclusive em relação à concorrência e de modo preventivo. Há uma função reguladora e outra de controle da concorrência<sup>125</sup>.

---

<sup>124</sup> Este ponto é destacado por Carvalhosa e Eizirik: “...Neste caso, o Estado pode exercer uma função reguladora dos mercados, mantendo-se por período determinado no controle de certas decisões estratégicas da empresa...Como visto, a *golden share* caracteriza-se como um instrumento direto de política pública que pode substituir, em certa medida, as funções de uma agência estatal reguladora. Esta age externamente à companhia, enquanto a *golden share* permite ao Estado, mediante o controle interno na própria sociedade privatizada, atuar nela em favor da coletividade e sobre o mercado...” in A Nova Lei de S/A. São Paulo: Editora Saraiva, 2002, pág. 116.

<sup>125</sup> No tocante às diferenças entre regulação e aplicação do direito antitruste, deverá ser consultada a obra de Calixto Salomão Filho. Regulação da Atividade Econômica. São Paulo: Editora Malheiros, 2008, pág. 37, valendo citar o seguinte trecho: “...Em termos muito simples, a diferença entre o direito antitruste e

Além desta função, é muito comum utilizar a expressão “*golden share*” em operações societárias de financiamento de projetos, através de securitização de recebíveis ou na concessão de um empréstimo bancário. Nestes casos, o financiador garantirá para si direitos políticos sobre aquela sociedade, como ocorre naquela hipótese em que há emissão de debêntures por uma SPE (S/A aberta ou fechada), oferecendo-se, em garantia, os recebíveis daquela companhia. Caso esta emissão seja pública<sup>126</sup>, deverá ser nomeado um agente fiduciário na forma do artigo 66 da LSA, o qual será o representante na classe dos debenturistas. O agente fiduciário receberá uma ação preferencial (“*golden share*”), com direitos políticos e de veto sobre determinadas decisões tomadas pelos acionistas naquela sociedade financiada.

As *golden share's* também foram utilizadas nas privatizações promovidas pelo governo federal no final da década de 1990. A União, então controladora de diversas companhias, passou à condição de acionista minoritário nas companhias que foram privatizadas. No entanto, foram reservadas as ações denominadas por *golden share* para que o ente federativo pudesse ter um poder político para concretizar o interesse público remanescente. Esta ação não pode ser endossada e pertence apenas ao ente federativo que promoveu a desestatização, conforme artigo 17, §7º, da Lei de Sociedades Anônimas – Lei 6.404/1976.

---

*regulação está basicamente na forma de intervenção. A atuação do direito antitruste é essencialmente passiva, controlando formação de estruturas e sancionando condutas. Trata-se do que a doutrina administrativa costuma chamar de atos de controle e de fiscalização, através dos quais o Estado não cria a utilidade pública, limitando-se a fiscalizá-la ou controlá-la. Já a regulação não pode se limitar a tal função. É preciso uma intervenção ativa, que não se restringe ao controle, mas à verdadeira criação da utilidade pública através da regulação. A utilidade pública, nos setores reguláveis, consiste exatamente na efetiva criação de um sistema de concorrência...”*

<sup>126</sup> Se for privada, o próprio financiador receberá a “golden share”.

### **2.5.5.2 DEBÊNTURES**

As debêntures são valores mobiliários que conferem aos seus titulares o direito de crédito contra companhia emissora. O debenturista é, portanto, credor da sociedade anônima emissora e deve receber a devolução daquilo que investiu, com juros e correção monetária, ao final do prazo para o seu resgate, que costuma ser de no mínimo cinco anos. O resgate será realizado na forma da escritura de emissão de debêntures nos seus certificados.

Como já é possível perceber, a sociedade anônima poderá emitir tais valores mobiliários como alternativa de financiamento para suas atividades, tornando-se devedora de uma obrigação líquida e certa. Esta é a chamada função social e econômica das debêntures, ou seja, servir de meio para a capitalização da companhia, que poderá captar seus recursos perante o público investidor numa situação economicamente muito mais favorável do que certamente ocorreria se recorresse a um empréstimo bancário.

Ao final do prazo estipulado na escritura de emissão das debêntures, o debenturista terá o direito de resgatá-la, recebendo a devolução do capital emprestado, geralmente com juros e correção monetária, salvo se a hipótese for de emissão de debêntures perpétuas, as quais garantem o direito de participação nos lucros da companhia emissora, conforme artigo 56 da LSA.

De acordo com o artigo 58 da LSA, as debêntures poderão ter garantia real, flutuante, quirografária e subordinada. É importante considerar que a garantia flutuante consiste na possibilidade do debenturista usufruir do benefício da habilitação de seu crédito na falência da companhia emissora na classe do privilégio geral, na forma do artigo 58, § 1º, da LSA.

Há discussão sobre a possibilidade de o debenturista pedir a falência da companhia emissora, em caso de inadimplência da obrigação de devolução da quantia investida. Em primeiro lugar, é necessário recordar que o representante da classe dos debenturistas é o agente fiduciário e este terá, conforme artigo 68, § 3º, alínea “c” da LSA, legitimidade para requerer a falência da sociedade emissora, salvo se possuírem garantia real. Neste último caso, há entendimento do Superior Tribunal de Justiça no sentido de que o credor com garantia real não possui interesse na falência do devedor, pois é titular de uma garantia que satisfaz sua obrigação em caso de inadimplemento. O STJ apenas admitirá tal possibilidade se o credor renunciar à garantia ou se provar que a mesma não é suficiente para o pagamento da obrigação, de acordo com o REsp 930-044/RJ, noticiado no Informativo 399 do STJ.

Então, em se tratando de uma oferta pública de debêntures, quando necessariamente haverá um agente fiduciário, a legitimidade para o pedido de falência será deste e não do debenturista isoladamente. No entanto, se a emissão de debêntures for privada, não será obrigatória a presença de um agente fiduciário e, assim sendo, terá o próprio debenturista legitimidade para a postulação da quebra da sociedade emissora.

Assim, não se admite o pedido de falência formulado por credor que possua crédito com garantia real, salvo se for comprovado que o debenturista a renunciou expressamente ou se a mesma não se mostrar suficiente para satisfação do crédito.

### 2.5.5.3 COMMERCIAL PAPER

O *Commercial paper* possui uma função semelhante à desenvolvida pelas debêntures, consistindo em um direito de crédito em favor de seus titulares, cujo vencimento ocorrerá à curto prazo, pois seu prazo de resgate será de 30 a 360 dias, sendo certo que a emissão realizada por uma companhia fechada terá o prazo máximo de 180 dias<sup>127</sup>.

Este valor mobiliário é também reconhecido como sendo a nota promissória comercial, cuja regulamentação ocorreu em nosso país pela Resolução do Banco Central n.º: 1723/1990, mas atualmente há previsão no artigo 2º, Inciso VI, da Lei 6.385/76, de modo que não há discussão quanto à sua natureza de valor mobiliário.

No ano de 2008, as notas promissórias tiveram um importante papel de alavancagem das sociedades anônimas, diante do cenário de crise econômica mundial que atormentou todas as economias do mundo, principalmente a norte-americana. Nestes tempos, o financiamento das companhias se torna um problema com poucas variáveis para se encontrar a resposta, dentre as oportunidades se encontra a emissão de notas promissórias, pois o vencimento ocorre em curto prazo, diminuindo-se as incertezas de um momento de grande turbulência econômica<sup>128</sup>.

---

<sup>127</sup> Conforme artigo 7º da Instrução Normativa n.º: 134 da CVM.

<sup>128</sup> Este tema objeto de notícia veiculada na Revista Capital Aberto de Novembro de 2008: “*Em momentos de alta volatilidade, as notas promissórias se destacam. Até outubro, 28 ofertas desse título ganharam registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O volume alcança aproximadamente R\$ 17 bilhões, ante os R\$ 9,7 bilhões dos 20 lançamentos computados em 2007. O prazo máximo de 360 dias e a estruturação simples tornam as notas promissórias o caminho ideal para empresas que necessitam de captação rápida. “Em momentos turbulentos como esse, somente acessa o mercado de dívida quem precisa alongar o perfil de endividamento ou cumprir com acordos”, observa o superintendente geral da Andima, Paulo Eduardo Sampaio. É o caso da Cosan, que decidiu, no dia 30 de outubro, captar US\$ 500 milhões em notas promissórias. O objetivo: cumprir o acordo, feito no início do ano, de US\$ 800 milhões com a Esso para comprar a rede de postos da empresa no Brasil. Com o objetivo de liquidar sua primeira emissão de notas promissórias, a Alupar, do setor elétrico, levantou R\$ 140 milhões, por um prazo de 90 dias. O prêmio pago foi salgado: 148% do CDI. “O mercado de notas promissórias está se recalibrando. É um dos reflexos da crise”, afirma Sampaio. Do início de setembro até o começo de outubro, não houve registro desses papéis na CVM. A hibernação foi mais forte no mercado de*

Até outubro de 2008 foram registradas 28 ofertas na CVM e o volume arrecadado foi de aproximadamente R\$ 17 bilhões, superando em muito valor de R\$ 9,7 bilhões obtido em 2007. A primeira tabela abaixo apresenta a evolução dos números até 2007<sup>129</sup> e a segunda é referente ao ano de 2008<sup>130</sup>:



FONTE: Revista Capital Aberto

*debêntures. Em setembro, nenhuma operação foi registrada, e apenas duas passaram pela CVM em outubro. O total, de R\$ 560 milhões, é menos da metade do R\$ 1,190 bilhão que as notas promissórias levantaram no mesmo período. No acumulado do ano, a dívida de longo prazo também perde. Excluindo-se as emissões das empresas de leasing, apenas R\$ 6 bilhões em debêntures foram registrados em 2008, até outubro. Ano passado, no mesmo período, esse número alcançava R\$ 13 bilhões, enquanto as notas promissórias movimentavam apenas R\$ 9,7 bilhões. O fato é que a exigência por prêmios altos desestimula captações maiores. "A empresa prefere dívidas de curto prazo para não se comprometer com remunerações elevadas por muito tempo", diz Sampaio.*

<sup>129</sup> Fonte: Revista Capital Aberto.

<sup>130</sup> Fonte: revista Capital Aberto.

**Reabertura**  
Após ficar mais de um mês fechado, o mercado de notas promissórias movimentou R\$ 1,190 bilhão em 20 dias

Emissores	Data do registro na CVM	Volume em R\$ milhões	Remuneração	Destinação de recursos
Atiaia Energia	05/09/2008	50,00	CDI + 1,25% a.a.	Alongamento do endividamento
Concessionária Rodoanel Oeste	09/10/2008	460,00	CDI + 1,60% a.a.	Financiamento de concessão
Eliane Revestimentos Cerâmicos	29/10/2008	40,00	CDI + 5,50% a.a.	Alongamento do endividamento e outros
Vivo Participações	29/10/2008	550,00	115% do CDI	Aquisição de participação acionária
Alupar Investimento	29/10/2008	140,00	118% do CDI	Liquidação da 1ª emissão de nota

Fonte: Andima. Obs.: dados do dia 31 de outubro

FONTE: Revista Capital Aberto

O *Commercial Paper* é geralmente utilizado como um “empréstimo ponte”<sup>131132</sup>, podendo servir para a companhia realizar um lançamento futuro de debêntures. A emissão de nota promissória comercial pode ser bastante interessante naqueles casos que houver necessidade de uma operação mais ágil no mercado, sem que seja possível aguardar o longo procedimento de emissão de debêntures.

<sup>131</sup> Confira-se trecho da matéria “Caixa Rápido” publicado pela Revista Capital Aberto: “...captação com nota promissória deve sempre ser entendida como uma “ponte” para uma captação posterior? Nem sempre. A NPC é para quem precisa de dinheiro rápido e pode quitar a dívida no curto prazo. Mas a estratégia também pode seguir a lógica inversa. Os recursos captados com o título podem ser usados para resgatar ou recomprar debêntures de emissões anteriores. Para Maysa Fischer, do escritório Fischer Advocacia, um dos pontos positivos desse título é a sua versatilidade. O emissor pode incluir uma ferramenta que possibilita, após o lançamento, que a NPC seja trocada por cotas de FIDC ou debênture. Já algumas companhias utilizam o título para fazer capital de giro. Neste caso, a operação é mais arriscada. A companhia precisa provar que terá o dinheiro para pagar a NPC no prazo estipulado...”

<sup>132</sup> A Revista Capital Aberto divulgou, em publicação especial denominada “captação de recursos”, que: “Em janeiro de 2007, a Nova América, do setor de açúcar e álcool, lançou notas com prazo de 180 dias, para captar R\$ 100 milhões. Exatos seis meses depois, a companhia recebeu autorização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para lançar debêntures com valor três vezes maior.”

Neste sentido, o *commercial paper* poderá ser ideal para estruturar uma operação de reorganização societária, como por exemplo, uma fusão ou incorporação, cujo cenário exige a alocação de recursos com certa rapidez, o que é incompatível com o sistema das debêntures, com a liquidação também sendo realizada de forma mais célere do que ocorreria com as debêntures. Deverá ser observado, no caso concreto, se vale a pena emití-la, pois há um custo nesta operação que deverá ser absorvido em curto prazo, como é informado na reportagem da Revista Capital Aberto:

*“...Na opinião de João Silva, do banco ABC, o valor mínimo fica em torno de R\$ 30 milhões. No entanto, ele ressalta, o mais importante é avaliar a capacidade de endividamento e o risco de crédito da companhia. Papéis com classificação de risco inferiores a um Triplo B, por exemplo, podem aumentar muito o custo da operação. Vale lembrar ainda que, para fazer a emissão, a companhia precisa ter um patrimônio líquido superior a R\$ 15 milhões, conforme previsto pelo artigo 3º da Instrução 134 (e atualizado para valores atuais)...”*  
Revista Capital Aberto: Publicação Especial – Ano 05/2008, por Miriam Kênia.

## **2.5.6 CAPITAL SOCIAL**

Os sócios são obrigados a contribuir para o capital social da companhia, mas não haverá uma responsabilidade solidária pela falta de integralização, como ocorre na sociedade limitada. Na sociedade anônima, os acionistas são responsáveis apenas pela emissão de suas próprias ações.

O capital social é sempre expresso em moeda nacional, sendo certo que a forma mais comum para a sua integralização é através de dinheiro, mas nada impede que seja realizada a transferência de um bem para a sociedade à título de contribuição do acionista para o capital social, desde que este seja previamente avaliado e aceito pela

companhia, considerando a necessidade de ser demonstrada a sua utilidade para o desenvolvimento do seu objeto social.

É necessário ressaltar que todos os bens, móveis ou imóveis, corpóreos e incorpóreos, poderão ser utilizados para a integralização do capital social, mas deverão ser suscetíveis de avaliação em dinheiro e capazes de serem transmitidos para o patrimônio da sociedade. Assim, uma patente de invenção poderá ser objeto de avaliação em dinheiro e, uma vez transferido por seu titular para a sociedade, pode ser admitido como um meio de integralização do capital social, sendo certo, que, neste caso, deverá ser feito o registro no INPI – Instituto Nacional de Propriedade Industrial.

Na sociedade anônima não se admite a integralização do capital social com serviços, pois o artigo 7º da LSA menciona apenas duas modalidades: dinheiro (aqui abrangido crédito) e bens.

Na hipótese de ser transferido um bem móvel ou imóvel será necessária a prévia avaliação realizada por peritos, na forma do artigo 8º da LSA, devendo ser submetido à assembléia, nos termos do artigo 8º c/c e 122, Inciso VI, ambos da LSA. Se houver transmissão de bens imóveis, não será necessária escritura pública na forma do artigo 89 da LSA. O acionista que fizer a transferência de bens imóveis ficará responsável pela evicção e, na falta de especificação, entende-se que a transferência se faz a título de propriedade.

Quando houver transferência de crédito, o acionista ficará responsável pela solvência do devedor, o que constitui uma exceção à regra do artigo 296 do CC/2002.

### **2.5.7- PODER DE CONTROLE NA SOCIEDADE ANÔNIMA**

Uma das questões mais complexas que está relacionada com o direito societário é compreender o alcance e o próprio significado do poder de controle de uma companhia, bem como seus efeitos.

O controle de uma companhia, no cenário societário brasileiro, é geralmente exercido pelo acionista majoritário, ou seja, por aquele investidor que detiver mais da metade das ações com direito a voto. Este controle também poderá ser exercido por uma sociedade *holding* controladora.

A Lei 6.404/1976 reconhece a existência do fenômeno de poder de controle no artigo 116, traçando suas características para que possa ser reconhecido como tal, não bastando que o acionista seja titular da maioria das ações com direito a voto para que seja considerado controlador. Este poderá até ser o majoritário, mas não necessariamente exercerá o poder de controle.

De acordo com o artigo 116 da LSA, o acionista controlador é aquela pessoa natural ou jurídica ou um grupo de diversas pessoas vinculadas por acordo de acionistas que: (i) participa da assembléia de acionistas, indicando o maior número de conselheiros, exercendo efetivamente este poder; e (ii) usa efetivamente este poder para orientar e dirigir as atividades da companhia.

O exercício do poder de controle deve ser exercido em observância da função social da companhia, que consiste no respeito e atendimento dos interesses dos demais acionistas, dos empregados e da comunidade em que atua. A importância da

empresa no cenário econômico não passou despercebida por Márcio Souza Guimarães<sup>133</sup>:

*“...Os chamados conflitos externos da sociedade – relação da sociedade com a comunidade – geram conseqüências sociais, não estando restrita, portanto, às relações privadas das sociedades: Os conflitos societários internos (relações societárias propriamente ditas) e externos (relações da sociedade com a comunidade), há muito, não mais se afiguram como uma controvérsia situada em apenas dois pólos, gerando conseqüências privadas, mas sim com um feixe de retas convergente gerador de um interesse metaindividual ou transindividual societário, atingindo interesses, algumas vezes, de pessoas indeterminadas e indetermináveis. Esses interesses podem ser divididos em difusos, coletivos e individuais homogêneos, sendo possível, de forma eficaz, pela moderna sistemática processual, a tutela das três espécies...”*

O Ministro Eros Roberto Grau<sup>134</sup> ensina que a função social da empresa enseja uma obrigação de natureza dúplice, ou seja, o proprietário da “empresa” ou aquele que exerce o poder de controle, deverá explorá-la em benefício de outrem, e não, apenas, sem causar prejuízo para terceiros. Há uma obrigação de fazer e de não fazer no exercício da atividade empresarial. Vale transcrever trecho da lição do citado autor:

*“...a função social da propriedade impõe ao seu proprietário – ou a quem detém o poder de controle, na empresa – o dever de exercê-lo em benefício de outrem, e não, apenas, de não o exercer em prejuízo de outrem. Isso significa que a função social da propriedade atua como fonte de imposição de comportamentos positivos – prestação de fazer, portanto, e não puramente de não fazer – ao detentor do poder que deflui da propriedade...”*

A importância social da empresa e o dever do controlador de explorá-la sempre em benefício de todos os envolvidos, contribuindo para a maximização dos

---

<sup>133</sup> GUIMARÃES, Márcio Souza. O Controle Difuso das Sociedades Anônimas Pelo Ministério Público. Rio de Janeiro. Editora Lumen Juris, 2005, pág XIII.

<sup>134</sup> GRAU, Eros Roberto. A Ordem Econômica na Constituição de 1988. Malheiros. São Paulo. 10ª Edição, 2005, pág. 245.

ativos da companhia e a preservação dos interesses comunitários constitui dever a ser observado por aquele que possui o controle da sociedade<sup>135</sup>.

### 2.5.7.1 CONCEITO DE PODER DE CONTROLE

De acordo com Nelson Eizirik, o exercício do poder de controle constitui um poder de fato, de sorte que enquanto mantiver o número de votos suficientes para obter a maioria nas decisões assembleares, terá o direito de controlar a companhia; quando esta situação não mais restar configurada, ele poderá perder o exercício deste poder, pois não há uma lei que o assegure:

*“...constitui um poder de fato, não um poder jurídico, visto que não há norma que o assegure. O acionista*

---

<sup>135</sup> “...Tais disposições, com a cristalização da noção de que a empresa, como organização dos fatores de produção, forma um núcleo econômico de interesses a serem preservados, acima do interesse pessoal do sócio, mostraram-se anacrônicas, ultrapassadas, em franca colidência com a evolução do moderno direito comercial. Como averbou Miranda Valverde, em conferência já mencionada, **“essa evolução do direito comercial brasileiro reflete a necessidade de proteger a sociedade, a continuidade da empresa, contra os pró individualista, acarretam a dissolução do organismo jurídico, com prejuízo para a economia de seus componentes, e, indiretamente, da economia nacional”**. Soa realmente incompreensível possa um dos sócios, não raras vezes por mero espírito de emulação, egoísmo ou capricho, mesmo se detentor de liliputiana parcela do capital social, vir a pôr termo à existência de uma sociedade in bonis, mediante denúncia vazia, imotivada, assim destruindo um núcleo de interesses econômico-sociais relevantes para a comunidade, ou mesmo para o país, conforme seja o porte da empresa explorada pelo organismo societário extinto. Seria a consagração do fiat justitia, perat mundus, brocardo bárbaro que a evolução jurídica sepultou, ao reconhecer que o excesso de direito gera a suprema injustiça – *summum jus, summa injuria*.” (LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Limitadas*. Editora Renovar, 5ª Edição, 2003, pág. 957.). Confira-se, ainda, COMPARATO. Fábio Konder. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. São Paulo. Editora Forense. 4ª edição, ano 2005, pág. 132/133: “No Brasil, a idéia da função social da empresa também deriva da previsão constitucional sobre a função social da propriedade (art. 170, inciso III). Estendida à empresa, a idéia de função social da empresa é talvez uma das noções de mais relevante influência prática e legislativa no direito brasileiro. É o principal princípio da “regulamentação externa” dos interesses envolvidos pela grande empresa. Sua influência pode ser sentida em campos tão díspares como direito antitruste, direito do consumidor e direito ambiental.” Nesse sentido, também, a lição de BULGARELLI. Waldírio: “Foi considerando a empresa como tendo a função de produzir ou fazer circular bens e serviços numa economia de massa em que impera o ‘consumismo’, que se deu relevo à empresa, como atividade funcional, o que desloca seu titular do âmbito estrito dos direitos subjetivos, para encaminhá-lo para o ‘direito-função’, fazendo-se presente a sua responsabilidade para com a empresa (trabalhadores, credores, consumidores, o Estado, a comunidade, etc.), no que se tentou de certa forma, dar conteúdo às formulações mais genéricas de ‘função social’ (bem público, interesse geral, etc.), Procurou-se, pois, obter, tecnicamente, maior precisão, levando-se em conta que a atividade desenvolvida pelo empresário tem como fim a realização de interesses que ultrapassam aqueles egoísticos do agente, e gera um poder do sujeito da atividade funcional. (in “A teoria Jurídica da Empresa.” São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985, p. 105-106).

*controlador não é sujeito ativo do poder de controle, mas o tem enquanto for titular de direitos de voto em número suficiente para obter a maioria nas deliberações assembleares...”*

De acordo com o Alfredo Lamy Filho<sup>136</sup>, este poder de fato outorgará ao seu titular a capacidade de dirigir as atividades sociais, orientando-a politicamente, pois tem certeza de que suas manifestações serão consagradas na assembleia geral, considerando o fato deste possuir o maior número de ações com direito a voto.

Nelson Eizirik<sup>137</sup> esclarece ser intuitivo imaginar que este poder de controle não estará relacionado à pessoa que detém as ações que irão permitir o seu exercício, mas sim, ao lote de ações que confere ao seu titular.

### **2.5.7.2 ESPÉCIES DE CONTROLE**

Fábio Konder Comparato<sup>138</sup> inicia o estudo sobre o poder de controle na sociedade anônima através dos estudos de Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, os quais sustentaram a separação da propriedade do controle da sociedade, indicando cinco modelos de controles possíveis:

- i) Controle baseado na propriedade da quase totalidade das ações da companhia;
- ii) Controle fundado na propriedade da maioria dessas ações;
- iii) Controle obtido por meio de expedientes legais;
- iv) Controle minoritário; e, finalmente,
- v) Controle gerencial ou administrativo.

---

<sup>136</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Pedreira, José Luiz Bulhões. A Lei de S/A. Rio de Janeiro: Renovar, 2ª Edição, 1997, v.2. pág. 235.

<sup>137</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 366.

<sup>138</sup> COMPARATO, Fábio Konder. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. São Paulo: Editora Saraiva, 2005.

Em síntese, Berle e Means, em trabalho escrito no ano de 1932, após identificarem a concentração empresarial nos Estados Unidos da América com a passagem do exercício poder de controle do antigo controlador aos administradores das companhias, sendo tal visão denominada de “capitalismo gerencial”<sup>139</sup>. Neste estudo, Gardiner e Means inovaram ao estabelecerem a distinção entre poder e propriedade. Para eles, a alienação do poder de controle significaria a alienação de um bem da sociedade e, portanto, o prêmio (ágio) de controle deveria pertencer à sociedade e não ao acionista ou grupo controlador.

Considerando os modelos de controle adotados por Berle e Means, aquele que seja exercido por um acionista que detenha uma quantidade acionária bastante relevante, como por exemplo, 90% ou mais do capital social, será conhecido por “controle baseado na propriedade da quase totalidade das ações da companhia”. Se o controle for explorado pelo acionista com maior número de ações com direito a voto, passará a ser nomeado como “controle majoritário”. Caso não seja exercido pelo majoritário, será chamado de “controle minoritário”. Além disso, diz-se “controle gerencial” quando as ações estiverem pulverizadas no mercado de capitais, o que fará com que a orientação da companhia seja realizada pelos administradores. Por sua vez, o “controle através de mecanismo legal” seria aquele realizado, por exemplo, através de um grupo de sociedades, na qual uma detém o controle da outra ou de outras.

Nelson Eizirik<sup>140</sup> propõe a seguinte estrutura:

*“...Podemos identificar, em nossa prática societária, as seguintes modalidades de controle acionário: (a)*

---

<sup>139</sup> BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. The modern corporation and private property. New York: Hartcourt, Brace & World, 1968.

<sup>140</sup>EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 368.

*majoritário; (b) compartilhado; (c) minoritário; e (d) pulverizado...”*

Em seguida, o referido autor esclarece os conceitos apresentados em seu modelo de estruturação do poder de controle<sup>141</sup>:

*“...O controle majoritário, de mais fácil identificação, caracteriza-se quando um acionista, pessoa física ou jurídica, ou uma família, detém a maioria das ações com direito a voto. Trata-se, mesmo no caso das companhias abertas, da modalidade mais comum de controle acionário, dada a extrema concentração acionária entre nós verificada...Já o “controle compartilhado”, configura-se quando, mesmo inexistindo um acionista majoritário, o poder de controle é exercido por várias pessoas em conjunto, usualmente como signatárias de acordo de acionistas, que se obrigam a votar em bloco nas matérias atinentes ao exercício do poder de controle...Já o controle minoritário caracteriza-se quando, dada a dispersão das ações da companhia no mercado, um acionista ou grupo de acionistas exerce o poder de controle com menos da metade do capital votante, uma vez que nenhum outro acionista ou grupo está organizado ou detém maior volume de ações com direito a voto...Temos verificado, recentemente, a adoção, por companhias abertas, do modelo denominado de “controle pulverizado”, semelhantes ao chamado “controle gerencial”, no qual não se identifica a figura do acionista controlador...”*

É preciso destacar a assertiva lançada com propriedade por Nelson Eizirik<sup>142</sup> ao comentar o denominado “controle compartilhado”, no sentido que o simples fato de um acionista minoritário participar de um acordo de voto com o controlador, com o objetivo de lhe assegurar determinados direitos especiais, não resultará, necessariamente, na transformação deste minoritário em controlador.

---

<sup>141</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 369/370.

<sup>142</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 369.

Segundo Eizirik<sup>143</sup>, seria necessário que este participe efetivamente do poder de controle, tendo os controladores aberto mão de parcela do poder para transferi-la ao minoritário no tocante às orientações da companhia e na indicação dos membros do conselho de administração.

Este ponto será fundamental para a compreensão do acordo de acionistas celebrado com o poder público, já que nem sempre tal tipo de avença irá configurar um compartilhamento de controle<sup>144</sup>. Neste sentido, Bruno Leal Rodrigues<sup>145</sup>, sobre o “Caso Cemig”, esclarece:

*“...Admitindo-se que qualquer concessão por parte do Estado acionista no que tanhe à gestão de sociedade de economia mista mediante a celebração de acordo de acionistas significa, necessariamente, a perda do controle da sociedade pelo Estado, inviabiliza-se a gestão compartilhada da sociedade e afasta-se, em definitivo, o interesse de qualquer parceiro estratégico, o que, em última análise, limita as alternativas que o Estado dispõe para atender o interesse público que justifica a existência da sociedade...No que concerne à caracterização de transferência do poder de controle em decorrência tão-somente da assinatura do acordo de acionistas, José Luiz Bulhões Pedreira, em parecer contratado pelo acionista minoritário da Cemig, como o qual o Estado de Minas Gerais celebrou acordo de acionistas, a empresa Southern Electric do Brasil Participações Ltda., distingue “poder de controle” e “bloco de controle” e, após analisar as disposições específicas do acordo de acionistas da Cemig, concluiu que não houve perda ou transferência do poder de controle por parte do Estado de Minas Gerais,*

---

<sup>143</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 370.

<sup>144</sup> É conhecido o posicionamento do Ministro Eros Grau sobre este tema, já que elaborou parecer em favor do Estado de Minas Gerais no “Caso CEMIG”, tendo concluído, o seguinte: “...o acionista controlador, status de que de que pode estar investido um acionista ou um grupo de acionistas, era originariamente detido pelo Estado; após o acordo de acionistas passou a ser detido por um grupo de acionistas vinculado por acordo de voto; o conteúdo desse acordo, resumidamente explicitado na consulta, não deixa nenhuma dúvida quando ao fato de o poder de controle sobre a CEMIG já não ser mais detido pelo Estado, mas por um grupo de acionistas, do qual participa o Estado...” in SOUTO, Marcos Juruena Villela (Coord.). Direito Administrativo Empresarial. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, pág. 115.

<sup>145</sup> RODRIGUES, Bruno Leal. Formas de Associação de Empresas Estatutais, Acordo de Acionistas, Formação de Consórcios e Participação em Outras Empresas. Coord. Marcos Juruena Villela Souto. Direito Administrativo Empresarial. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, pág. 117.

*sublinhando, em essência, que o fato de tocar ao minoritário alguns direitos que o mesmo não teria caso o acordo não tivesse sido celebrado não redundaria, necessariamente, na perda do controle pelo Estado de Minas Gerais...”*

É extremamente importante compreender que é possível a celebração de acordos de acionistas entre o Estado e o parceiro privado, ressalvando-se a hipótese do exercício do poder de controle pelo ente federativo.

Mas, repita-e, celebrar acordos de acionistas que implementem, por exemplo, mais regras de governança corporativa na sociedade de economia mista é fundamental para o desenvolvimento da sociedade, bem como necessário para usufruir da tecnologia detida pelo acionista privado que, se não pudesse garantir mais direitos naquela sociedade com o poder Estatal, dificilmente empregaria seu *know-how* naquela atividade, comprometendo o próprio interesse do Administrador Público.

Cabe salientar, ainda, que há o chamado controle externo, realizado por instituições credoras que acabam tendo alguma influência na sociedade anônima, ainda que não participem desta como sócia. É cada vez mais freqüente a dependência da companhia em relação à financeira, pois a obtenção do crédito dependerá da assinatura de inúmeros contratos conexos, acompanhada de outorga de garantias para a sua satisfação.

Necessitando dos valores que serão disponibilizados pelas instituições financeiras, as companhias acabam celebrando contratos com cláusulas bastante favoráveis ao credor e, não raras vezes, ainda realiza a emissão de debêntures em benefício do banco, para que este possa usufruir de direitos políticos e, inclusive, de veto sobre determinadas operações que possam comprometer a viabilidade econômica da financiada ou que sejam consideradas de alto risco ao patrimônio que serve de

garantia de seu crédito. O próprio BNDES costuma fazer uso destas cláusulas específicas.

### 2.5.7.3 ACIONISTA CONTROLADOR E ACIONISTA MAJORITÁRIO

Conforme já foi mencionado, o acionista controlador não é sinônimo de majoritário, embora, em nosso cenário societário, isto seja uma realidade. Na maioria das companhias brasileiras o controlador será detentor da maioria das ações com direito a voto. É possível citar o exemplo da Universidade Estácio de Sá, que é uma companhia aberta listada no Novo Mercado da BMF-Bovespa. Esta sociedade anônima, que explora a prestação de serviços educacionais, é controlada pela Uchôa Cavalcanti Participações S/A, tendo esta 52,18% das ações com direito a voto, como pode ser constatado no site da Bovespa:

Nome (Posição Acionária* - 28/04/2009)	% ON	% PN	% Total
<b>Uchôa Cavalcanti Participações S.A.</b>	52,18	0,00	52,18
<b>Moena Participações S.A.</b>	20,00	0,00	20,00
<b>Ações em Tesouraria</b>	0,00	0,00	0,00
<b>Outros</b>	27,82	0,00	27,82
<b>Total</b>	100,00	0,00	100,00

FONTE: site: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

<b>Posição dos acionistas com mais de 5% das ações de cada espécie. Composição do Capital Social - 07/07/2008</b>	
<b>Ordinárias</b>	78.585.066
<b>Preferenciais</b>	0
<b>Total</b>	78.585.066

FONTE: site: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

J. E. Tavares Borba<sup>146</sup> esclarece que não basta simplesmente deter o maior número de ações com direito a voto, para ser considerado controlador. Este será, sem dúvida, o acionista majoritário. O acionista controlador deve ditar os rumos da sociedade, elegendo o maior número de conselheiros:

“...Quem tem a maioria e não a utiliza é sócio majoritário, mas não é controlador...Em suma, pode-se concluir que acionista controlador é todo aquele que tem o poder e o exerce efetivamente, imprimindo a sociedade a marca de sua atuação ...”

Então, possuir a maior parte das ações com direito a voto não significa ser o controlador, pois tal qualidade é inerente àquela pessoa ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto que exercem efetiva e permanentemente este poder de eleger o maior número de conselheiros e orientar os rumos da sociedade.

Na sociedade de propósito específico constituída para a exploração de uma parceria público-privada, o controle deve ser exercido pelo parceiro privado, justamente para que não seja confundida com uma sociedade de economia mista. De todo modo, como se trata de uma espécie de contrato administrativo, não há menor dúvida de que o exercício do poder de controle será influenciado pela necessidade de ser realizado o interesse público, buscando a sua continuidade.

#### **2.5.7.4 ABUSO DE PODER DE CONTROLE**

O controlador deve usar o poder que possui para realizar a função social da companhia, que, segundo o artigo 116, p. único, da LSA, consiste na observância dos direitos dos acionistas, dos interesses dos empregados e da comunidade em que

---

<sup>146</sup> BORBA, J. E. Tavares. Direito Societário. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 10ª edição, 2007, pág. 356 e 358.

desenvolve suas atividades. Estes interesses devem ser lealmente respeitados pelo acionista controlador, muito embora seja tão divulgada a máxima de que a companhia deve produzir lucros para seus acionistas.

É certo que o acionista controlador deve dirigir as atividades da companhia com o objetivo de maximizar os ativos da sociedade, mas isso deve ser realizado em consonância com os demais interesses envolvidos. Trata-se de norma de ordem pública, portanto, não poderá ser afastada pelas partes, e que poderá ser utilizada pelos acionistas e pelos demais envolvidos nesta relação – os stakeholders – em caso de abuso do poder de controle.

O abuso de poder de controle nada mais é do que uma vertente do conhecido abuso de direito previsto no artigo 187 do CC/2002, de modo que o exercício do poder de controle sem os pressupostos do artigo 116, p. único da LSA poderá conduzir à responsabilização do controlador.

O artigo 117 da LSA traz um rol de casos que podem acarretar a responsabilização do controlador pelo uso abusivo de seu poder, sendo certo que esta enumeração não é considerada “fechada”, pois qualquer ato praticado pelo controlador, que não reflita a função social da companhia poderá ser entendido como uma hipótese de uso abusivo do poder de controle. O poder de controlar uma sociedade anônima não dá direito ao seu titular de usá-lo em benefício próprio.

Neste sentido, podemos citar como exemplo o “caso Varig”. Em junho de 2005, a então controladora da Varig, a Fundação Ruben Berta, solicitou a proteção da Nova Lei de Recuperação e Falências – Lei 11.101/2005 -, com o objetivo de tentar salvar a companhia que passava por séria crise econômico-financeira. Após ter sido deferido o processamento da recuperação judicial, suspendendo as ações e execuções

que tramitam contra a companhia e, ainda, depois de apresentado o plano de recuperação judicial, foi designada a data para a assembléia de credores para meados de dezembro de 2005, com vistas à discussão do plano pelos credores, que poderiam ou não, aprová-lo.

Ocorre que, poucos dias antes da assembléia de credores da Varig, foi divulgado pela imprensa que o novo controlador da Varig seria a Docas Investimento S/A, por sua vez controlada por Nelson Tanure. Não acarretaria qualquer problema tal notícia, se não fosse o fato da companhia alvo estar em processo de recuperação judicial, inclusive com assembléia de credores designada.

Em razão disso, foi aberta vista dos autos ao Ministério Público para se manifestar sobre tal notícia, tendo o *Parquet* aduzido que esta operação societária caracterizaria uma alteração do plano de recuperação judicial já apresentado aos credores, sendo um dos meios de recuperação previsto na Lei 11.101/2005. Diante deste cenário, o representante do Ministério Público solicitou que fosse determinada a suspensão de qualquer negociação que pudesse modificar o plano apresentado, até que a assembléia fosse realizada, podendo os credores, nessa oportunidade, decidirem se iriam ou não aceitar tal mudança.

A Fundação Ruben Berta pediu a reconsideração desta decisão e não obteve sucesso. Então, a controladora da Varig pediu a desistência da recuperação judicial. Ao receber a petição com o pedido de desistência da recuperação, o magistrado responsável pelo processo encaminhou os autos ao Ministério Público para que se manifestasse sobre o pedido de desistência. O *Parquet* esclareceu que tal ato configuraria abuso do poder de controle exercido pela Fundação Ruben Berta, pois a Varig não apresentava sinais de recuperação, tendo sido feito tal requerimento apenas

para atender interesses pessoais do controlador, deixando de ser observada a função social da companhia e os interesses dos stakeholders. Esta manifestação do Ministério Público foi acolhida pelo magistrado, que acabou afastando o controlador da administração da Varig, com apoio no artigo 117 da LSA c/c artigo 64 da Lei 11.101/2005. Obviamente que a Varig não estava recuperada e o pedido foi formulado apenas para tender interesses da própria controladora<sup>147</sup>.

Existem outras modalidades de abuso de poder de controle, pois como já foi salientado o rol do artigo 117 da LSA é “aberto”, admitindo-se outros casos que não estejam relacionados no referido dispositivo. Então, se o controlador violar os interesses que configuram a função social da companhia ou não observar os deveres fiduciários inerentes à posição que ocupa, ele poderá ser responsabilizado<sup>148</sup>.

Em relação à violação dos deveres fiduciários, nos autos do Processo Administrativo Sancionador n.º: 1815/2008, a CVM<sup>149</sup> aplicou sanção ao controlador de uma companhia por ter abusado de seu poder ao se aproveitar de uma oportunidade de negócio em benefício particular, sem que tivesse dado oportunidade para os demais sócios e para a própria sociedade controlada de explorá-la. A agência reguladora do

---

<sup>147</sup> Com o encerramento da recuperação da Varig, a Fundação Ruben Berta irá retornar ao controle: <[http://ultimainstancia.uol.com.br/noticia/JUSTICA+ENCERRA+PROCESSO+DE+RECUPERACAO+JUDICIAL+DA+ANTIGA+VARIG\\_65549.shtml](http://ultimainstancia.uol.com.br/noticia/JUSTICA+ENCERRA+PROCESSO+DE+RECUPERACAO+JUDICIAL+DA+ANTIGA+VARIG_65549.shtml)> acesso em 29 de setembro de 2009, às 14:00horas.

<sup>148</sup> Sobre a violação do dever fiduciário de lealdade, confira-se: Bainbridge, Stephen M., Rethinking Delaware's Corporate Opportunity Doctrine (November, 06 2008). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-17. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1296962>, acesso em 29 de setembro de 2009.

<sup>149</sup> O “Caso Springer” é outro exemplo de violação dos direitos fiduciários cometidos pelo controlador. No Processo Administrativo Sancionador n.º: 020/2004, julgado em 21/08/2008, a CVM deixou evidenciado que os minoritários possuem o direito de eleger um membro em separado para o conselho fiscal da companhia e, neste sufrágio, o controlador, ainda que possua ações preferenciais sem direito a voto, não poderá participar do conclave, pois se assim fosse ele estaria subvertendo o direito de fiscalização dos acionistas minoritários. Recentemente, no Processo Administrativo Sancionador n.º: 5811/2009, a CVM entendeu que no processo de incorporação de ações envolvendo a companhia Duratex e a Satipel, os minoritários terão o direito de vetar tal modalidade de reorganização societária sempre que o acordo acarretar situação acionária desfavorável em relação ao controlador. Neste caso, o controlador não pode votar pela aprovação da medida, pois seria uma hipótese de benefício particular. O mesmo se aplica ao caso Sadia vs. Perdigão.

mercado de capitais considerou ter ocorrido uma violação do dever de lealdade do acionista controlador:

Processo Administrativo Sancionador n.º: 1815/2008:  
Ementa: caracterização de conduta irregular do acionista controlador – constituição de empresa concorrente sem o oferecimento da oportunidade comercial a sua controlada – quebra do dever de lealdade – multa.

No referido caso, a CVM ainda confirmou que a oportunidade de negócio pertence à companhia e não ao controlador e que a violação do dever de lealdade ocorrerá quando houver o aproveitamento de uma oportunidade comercial, considerando tal, como sendo aquela, que:

“...Com lastro na doutrina estadunidense, reconhece-se como oportunidade comercial aquela: (i) da qual a companhia seja financeiramente capaz de usufruir; (ii) que seja essencialmente comum aos negócios da empresa; (iii) que represente vantagem efetiva aos negócios; e (iv) em relação à qual a companhia tenha interesse ou expectativas razoáveis. Ademais, deixa de ser considerada como tal a oportunidade da qual a companhia não seja capaz de se beneficiar. Assim, caso a hipótese envolva administrador, considera-se usurpação de oportunidade quando este possua interesse individual conflitante com o da companhia e aceita a oportunidade com vistas a seu benefício próprio. À companhia deve ser dada a oportunidade de decidir se deve, ou não, investir em uma nova oportunidade de negócio; seja ela diretamente relacionada às suas atividades atuais, ou com vistas a novas operações. Dessa maneira, a doutrina estadunidense entende que é dever dos administradores divulgarem de maneira completa todas as informações sobre os fatos relacionados à oportunidade em questão, de modo que todas as circunstâncias do negócio sejam de conhecimento da companhia...”

O Diretor da CVM Eli Loria, observou no caso concreto, que:

“...No presente caso, percebe-se que o controlador, ao decidir constituir nova companhia para a exploração de atividade semelhante à da M&G Poliéster, em função da necessidade de atender demanda crescente de resina PET e

de fibras de poliéster, não apresentou devidamente a referida oportunidade aos administradores daquela companhia. (...)No caso em comento, a oportunidade fora criada pelo grupo controlador e pertencia, por clara questão de afinidade de objeto social, à M&G Poliéster. Ademais, é de se ressaltar que, com lastro no assentado na jurisprudência estadunidense, o meu entendimento acerca do conceito de usurpação de oportunidade comercial engloba a situação pelo qual esta se concretiza tão logo exista um interesse real ou potencial da companhia na transação. Pode-se concluir que a operação empreendida gerou um benefício econômico para o acionista controlador através do aumento da sua participação acionária na empresa M&G Poliéster e consequente redução da participação dos minoritários restando claro, pois, o ato abusivo, clara a usurpação de oportunidade negocial e clara a quebra do dever de lealdade que, conforme explicitado acima, informa a relação entre acionista controlador e companhia. (...)

E o voto do Diretor da CVM, Marcos Barbosa Pinto não deixa margem para qualquer dúvida quanto à orientação firmada na referida agência:

“...2.1 A primeira questão relevante suscitada por este caso é a seguinte: Quais são os deveres do acionista controlador na alocação de oportunidades empresariais? O controlador tem o dever de alocar determinadas oportunidades para a companhia que controla? Ou será que ele pode explorar individualmente qualquer oportunidade empresarial que se apresente? 2.2 No direito brasileiro, essas perguntas têm uma resposta clara. O parágrafo único do art. 116 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, estabelece que o acionista controlador deve “usar o seu poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto social”. Segue que o controlador não pode explorar individualmente certas oportunidades empresariais, pois isso pode impedir ou dificultar a realização do objeto social. 2.3 A defesa alega que essa leitura da lei é incorreta, pois tolhe a liberdade do controlador de perseguir seus próprios interesses. Todavia, a relação societária não é uma relação comum de mercado, em que as partes são livres para perseguir seus interesses particulares. O controlador tem uma relação de fidúcia para com os demais acionistas; ele tem o dever de atuar no interesse da companhia. 2.4 Procuro evitar citações em meus votos, mas um pronunciamento do juiz norte-americano Benjamin Cardozo merece ser transcrito, não apenas porque foi proferido num caso muito parecido com o de hoje, mas sobretudo porque exprime um dos

princípios fundamentais do direito societário: “Joint venturers, like co-partners, owe to one another, while the enterprise continues, the duty of the finest loyalty. Many forms of conduct permissible in a workaday world for those acting at arm’s length are forbidden to those bound by fiduciary ties. A trustee is held to something stricter than the morals of the market place. Not honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior.” 2.5 Esse dever de fidúcia não é um contraponto à lógica do mercado, mas uma pré-condição para que o mercado de capitais funcione de maneira adequada. Nenhum investidor colocaria seu dinheiro sob o controle de terceiros desconhecidos se esses terceiros não fossem obrigados a perseguir, primordialmente, o interesse dos investidores. 2.6 E é isso o que prescreve, no contexto das sociedades anônimas, o art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404, de 1976, cuja parte final ressalta que o controlador “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”. 2.7 Os investidores compram ações com base nas perspectivas de crescimento e rentabilidade da companhia. Obviamente, o controlador não pode frustrar propositalmente essas expectativas, tomando para si projetos rentáveis e privando a companhia de suas oportunidades de crescimento. Pois foi exatamente isso o que fez a Mossi & Ghisolfi International S/A depois de adquirir o controle da MG Poliéster S.A. 2.8 Condutas como essa precisam ser exemplarmente reprimidas, não só porque prejudicam os interesses privados de alguns investidores, mas sobretudo porque põem em risco a própria credibilidade do mercado de capitais brasileiro. Poucos investidores continuarão investindo em nosso mercado se os controladores puderem frustrar dessa forma suas expectativas legítimas. 2.9 Conhecemos muito bem o círculo vicioso gerado por condutas oportunistas de acionistas controladores. Os abusos cometidos diminuem a demanda dos investidores, os preços das ações caem progressivamente, controladores corretos são afastados do mercado pelos preços baixos, a demanda e os preços caem ainda mais, incentivando novos abusos, num movimento de deterioração contínua. 2 Por isso, a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conferiu à CVM competência não só para punir irregularidades cometidas no próprio mercado mas também para penalizar abusos de poder de controle. No regime legal brasileiro, cabe a nós interromper o ciclo vicioso descrito acima, exigindo o cumprimento da lei e punindo eventuais infratores...”

A nosso sentir, a oportunidade negocial pertence à sociedade e não ao seu controlador, conforme orientação da CVM, mas esta questão pode ser analisada à luz da teoria da agência, fruto da investigação realizada pela Nova Economia Institucional ou simplesmente NEI. Esta escola estuda a influência dos arranjos institucionais sobre o comportamento dos agentes econômicos e em que as regras do jogo e suas alterações influenciam o resultado das operações realizadas pelos agentes. A importância do estudo destes impactos se verifica na medida em que se pretende reduzir ao máximo as incertezas decorrentes da interação entre os agentes econômicos, como forma de se obter o resultado mais eficiente possível.

Em uma relação contratual ou de vínculo societário sempre haverá oportunistas que pretenderão se valer de omissões ou informações falsas para obterem benefícios para si próprios, tornando a relação contratual mais onerosa. Este problema é estudado pela NEI através da denominada teoria da agência, que é uma das linhas de pesquisa relacionadas ao contrato. A outra é a conhecida teoria dos custos de transação, que, em apertada síntese, pretende analisar os efeitos das medidas necessárias que devem ser adotadas para a manutenção dos contratos ou dos vínculos societários que envolvem administradores/controladores e os demais acionistas, diante das incertezas que o cercam, o que representa um custo a ser considerado no momento da contratação.

A teoria da agência, por sua vez, revela a existência de uma assimetria de informação envolvendo os agentes que se relacionam em qualquer negócio jurídico. As partes são divididas em: o principal e o agente. O primeiro recebe informações do segundo. Este último poderá trazer dados falsos e, caso isso ocorra, certamente esta conduta irá influenciar a conduta do principal. O objetivo do agente, nessa hipótese, é tirar proveito de sua posição de vantagem – ele é quem detém a informação -, portanto,

o principal dependerá da boa vontade do agente, para que a relação contratual seja estabelecida em parâmetros equitativos.

Em um cenário real, sem a ilusão poética, o principal deverá se cercar de medidas e garantias para monitorar a conduta do agente e as informações que são por ele indicadas: é o típico exemplo do contrato de seguro, pois o agente (segurado) passa as informações para o principal (seguradora), devendo este possuir uma estrutura mais complexa para investigar os dados apresentados pelo agente. Se assim não fizer, provavelmente irá pagar indenizações que o levarão à falência. Como é obrigada a fazê-lo, sob pena de realizar pagamentos de prêmios indevidos, a manutenção do custo do negócio é onerada. Isso ocorre, também, nos conflitos societários envolvendo acionistas minoritários e os controladores, aumentando o custo do negócio e diminuindo o valor da companhia<sup>150</sup>.

Como se pode observar, o acionista controlador deve usar o poder que possui não apenas para atender os interesses próprios, mas sim e, principalmente, com o objetivo de proporcionar a satisfação da pretensão dos demais acionistas, empregados e da comunidade em que desenvolve suas atividades, sendo absolutamente inapropriada a violação dos deveres fiduciários inerentes à posição que ocupa.

---

<sup>150</sup> Neste sentido, a lição de Stephen M. Bainbridge, ao discorrer sobre a Corporate Opportunity Doctrine: “...The doctrine generically known as “organizational opportunities” deals with situations in which an agent usurps a business opportunity that rightfully belongs to the principal. In doing so, the agent violates his fiduciary duty to the principal by taking the opportunity for personal gain. A prohibition against usurping organizational opportunities is found in agency law, partnership law, and corporate law...If partners can withhold new information—such as the discovery of a new business opportunity—from each other, then each has an incentive to drive the other out so as to take full advantage of the information. As each incurs costs to exclude the other, or to take precautions against being excluded, the value of the firm declines. A legal rule vesting the firm with a property right to the information and requiring disclosure is more efficient than forcing the partners to draft disclosure agreements and monitor one another’s behavior. Note that this rule does not discourage the production of new information, because the partners still have incentives to produce information because they share in its value to the firm. As no one will withhold information, however, the firm’s productivity is maximized. As a result, we can confidently predict that the partners would agree ex ante to bar any one partner from taking an organizational opportunity for his personal gain...” Bainbridge, Stephen M., Rethinking Delaware’s Corporate Opportunity Doctrine (November, 06 2008). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-17. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1296962>, acesso em 29 de setembro de 2009.

No tocante à configuração da responsabilidade civil, como adverte Nelson Eizirik, a jurisprudência exige a prova concreta do dano experimentado pela sociedade, pelos acionistas ou terceiros, além do nexo causal, para que seja fixada uma indenização. O referido autor esclarece que a CVM não possui um entendimento uniforme neste contexto, mas os votos contidos em diversas decisões apontam para a simples prova do dano potencial, já que a agência deverá contextualizar o fato à eficiência do mercado<sup>151</sup>:

“A orientação dos tribunais, assim, diversamente do que ocorre com a CVM, de cujas decisões sobre a matéria não se pode extrair um entendimento uniforme, é clara no sentido de definir o abuso de poder de controle com a conduta do acionista controlador na direção dos negócios contrária ao interesse social, da qual resultem prejuízos concretos e atuais para a sociedade, para seus acionistas ou para terceiros.”

### **2.5.8 ACORDO DE ACIONISTAS**

O acordo de acionistas é um instrumento bastante utilizado nas companhias e tem como principal objetivo a estabilização dos múltiplos interesses que envolvem uma companhia. O acordo de acionistas é bastante conveniente para regular diversas situações que poderão ser enfrentadas em uma relação societária. Dentre inúmeras possibilidades, destacamos as seguintes: (a) manutenção do poder de controle, principalmente, quando este é exercido pelo minoritário; (b) regular o ingresso de terceiros na sociedade, tais como herdeiros e ex-cônjuge, ou até mesmo concorrentes diretos e indiretos, mediante a inserção da cláusula e preferência na aquisição das ações; (c) garantia de direitos adicionais para os minoritários, assegurando-se vagas no

---

<sup>151</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 377.

conselho de administração e fiscal, indicação de diretores, participação nas decisões cotidianas da companhia, etc; (d) exercício do voto.

Existem limites subjetivos e objetivos à celebração deste pacto. Assim, quanto ao limites subjetivos, é certo que somente poderão participar deste tipo de avença aqueles que possuam a qualidade de acionistas, não integrando o acordo a própria sociedade. Estes acionistas deverão ter capacidade para se vincularem à obrigação pactuada.

É importante destacar que, nesse ponto, ha uma interessante e intensa discussão sobre a possibilidade do ente federativo participar de um acordo de acionistas no âmbito de uma sociedade de economia mista, considerando a necessidade de ser mantido o controle em poder do Estado. O caso de maior repercussão envolveu o acordo de acionistas celebrado pelo Estado de Minas Gerais e a companhia privada Southern Electric Brasil Participações Ltda, na sociedade de economia mista conhecida por “CEMIG” – Companhia Energética de Minas Gerais.

O ponto fundamental na discussão no “CASO CEMIG” dizia respeito à possibilidade do ente federativo compartilhar o exercício do poder de controle com o setor privado, o que seria impossível, na visão de Eros Grau<sup>152</sup> e Lúcia Valle Figueiredo<sup>153</sup>, sob pena de violação da essência da sociedade de economia mista, cujo controle deveria ser mantido sempre nas mãos do Poder Público.

---

<sup>152</sup> Em parecer no Caso Cemig, o eminente Ministro do Supremo Tribunal Federal, assim se manifestou: “...o acionista controlador, status de que de que pode estar investido um acionista ou um grupo de acionistas, era originariamente detido pelo Estado; após o acordo de acionistas passou a ser detido por um grupo de acionistas vinculado por acordo de voto; o conteúdo desse acordo, resumidamente explicitado na consulta, não deixa nenhuma dúvida quando ao fato de o poder de controle sobre a CEMIG já não ser mais detido pelo Estado, mas por um grupo de acionistas, do qual participa o Estado...” in SOUTO, Marcos Juruena Villela (Coord.). Direito Administrativo Empresarial. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, pág. 115.

<sup>153</sup> Lúcia Valle Figueiredo salientou, em resposta à consulta, afirmou, que: “...*O acionista controlador, apesar de deter a maioria do capita votante, passa a não ter, nem de fato nem de direito, os poderes*”

Entendemos que a validade da celebração de acordo de cotistas ou acionistas com a participação do Poder Público em uma sociedade de economia mista deverá ser verificada em cada caso concreto, considerando que tal pacto pode não significar a transferência de controle para o setor privado<sup>154</sup>, sendo certo que já tivemos oportunidade de tratar da exata compreensão do poder de controle quando abordamos tal assunto em item autônomo, tendo sido citado, inclusive, tal questão<sup>155</sup>.

No que se refere aos limites objetivos, é preciso notar que apenas será possível contratar matéria que seja lícita e que não prejudique interesses dos demais acionistas que não fazem parte do acordo. Não se admite, também, que seja fixada cláusula prevendo a aprovação automática das demonstrações financeiras, das contas

---

*reais, efetivos de mando, o que, aliás, fica bastante claro pelos diversos itens do “Acordo de Acionistas” celebrado entre o Estado de Minas Gerais e a Southern Electric Brasil Participações Ltda...”* in SOUTO, Marcos Juruena Villela (Coord.). Direito Administrativo Empresarial. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, pág. 116. Em sentido contrário: José Luiz Bulhões Pedreira: “...A análise dessas estipulações evidencia que o Acordo de Acionistas não transferiu o controle da CEMIG do Estado para a Southern, uma vez que não alienou o bloco de controle, nem atribuiu à Southern o poder de eleger a maioria dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria...embora crie limitações a seu poder, em relação a determinadas deliberações da Assembléia Geral, do Conselho de Administração e da Diretoria. A limitação do poder de controle não se confunde com a sua transferência ou perda e é compatível com o regime da Lei de Sociedade por Ações, que não considera esse poder absoluto, ou discricionário, mas, ao contrário, estabelece, ela própria, algumas limitações, e admite que outras sejam criadas pelo estatuto ou por Acordo de Acionistas...a contratação do Acordo de Acionistas referido na consulta não implicaram transferência, ou perda, pelo Estado de Minas Gerais, do controle da CEMIG...” in SOUTO, Marcos Juruena Villela (Coord.). Direito Administrativo Empresarial. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, pág. 117/118. Nesta mesma posição, Carlos Ari Sunfeld: “...No caso da CEMIG, o que se fez foi apenas retornar à “concepção pura” de sociedade de economia mista, admitindo um sócio privado para participar de fato da vida social. Isso, por óbvio, criou condicionamentos ao poder do Estado controlador, que assim deixou de ser absoluto. Mas é exagero retórico, sem consistência jurídica, falar em perda do poder de controle societário – e, daí, em privatização ou desestatização – pela simples criação desses condicionamentos...” in SOUTO, Marcos Juruena Villela (Coord.). Direito Administrativo Empresarial. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, pág. 119/120.

<sup>154</sup> Frise-se, porém, que se houver efetiva transferência de controle, será necessária prévia autorização legislativa, pois tal ato acarretará a sua extinção. Esta é lição de Marcos Juruena Villela Souto: “...Frise-se, que, se da venda das ações resultar a perda do controle acionário, modificando a natureza jurídica da empresa estatal com criação legalmente prevista, há que se obter prévia autorização legislativa (genérica ou específica)...” In Direito Administrativo Contratual. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2004, pág. 94

<sup>155</sup> No capítulo referente à sociedade de propósito específico na PPP, traçaremos uma contextualização sobre a possibilidade de acordo de acionistas, pois é sabido que na parceira público-privada a regra se inverte, ou seja, o ente federativo não poderá, em regra, assumir o controle da sociedade de propósito específico, o que fará com que haja discussão sobre a possibilidade de existência de acordo de cotistas ou acionistas na sociedade de propósito específico a ser criada para exploração desta parceria. Este é um tema que será especificamente abordado no capítulo referente à SPE na parceria público-privada, mas já antecipamos nosso posicionamento sobre a validade destes acordos, se não for referente à assunção do poder de controle pelo Poder Público, salvo no caso descrito no artigo 9, § 5º, da Lei 11.079/2004.

dos administradores ou até mesmo quanto à eventual avaliação de bens que sejam ofertados para a integralização do capital social, como é muito bem observado por Fábio Ulhoa Coelho<sup>156</sup>:

“...É nula a cláusula de acordo de acionista que estabeleça, por exemplo, a obrigação de votar sempre pela aprovação das contas da administração, das demonstrações financeiras ou do laudo de avaliação de bens ofertados à integralização do capital social. Também é nula a estipulação de um acionista votar segundo a determinação de outro...”

Admitindo-se a possibilidade de acordo de acionistas celebrado em uma sociedade de economia mista, não será permitido que o poder de controle seja objeto do pacto, pois isso significaria a subversão da característica da companhia, pois inadmissível que o acionista minoritário compartilhe o poder de controle, entendendo-se como tal a orientação dos rumos da sociedade e a capacidade de eleição do maior número de membros para o conselho de administração da sociedade.

#### **2.5.8.1 NATUREZA DO ACORDO DE ACIONISTAS**

O acordo de acionistas possui natureza de contrato parassocial, pois, embora a sociedade não participe da avença, deverá observar os seus termos quando arquivado em sua sede, ou seja, sofre efeitos correspondentes à matéria contratada e deverá observar o seu conteúdo.

De acordo com Calixto Salomão Filho, referido por Marcelo Bertoldi<sup>157</sup>:

---

<sup>156</sup> COELHO, Fábio Ulhoa, in Curso Direito Comercial, Vol. 2, Ed. Saraiva, 2005, pg. 316

<sup>157</sup> BERTOLDI, Marcelo M. Acordo de acionistas. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006, pág. 40.

“...O acordo parassocial é negócio jurídico autônomo com a nítida função de estabelecer vínculos tão-somente entre os seus participantes – limitando-se seus efeitos à esfera pessoal dos que a ele se submetem –, tendo sua legitimidade e razão de ser fundadas no contrato de sociedade...”

É necessário observar que o contrato é qualificado como parassocial, pois, dentre outro motivos, por ser dependente da existência de um estatuto ou contrato social, embora não seja necessário inscrevê-lo à margem do assento do empresário no Registro Público de Empresas Mercantis.

#### **2.5.8.2 EFEITOS EM RELAÇÃO À SOCIEDADE E TERCEIROS**

Quanto aos efeitos, é preciso considerar que a vinculação da sociedade ao acordo de acionistas estará condicionada ao seu arquivamento na sede da sociedade, conforme artigo 118 da LA, sendo certo que na sua falta, o pacto continuará válido entre as partes, mas não terá efeito em relação à sociedade, que não o levará em consideração, por exemplo, em uma assembléia onde haja o seu descumprimento por parte de acionista vinculado à avença.

O acordo de acionistas apenas vinculará terceiros diante da averbação no Livro de Registro de Ações e nos seus certificados, se emitidos, nos termos do artigo 118, § 1º, da LSA.

#### **2.5.8.3 ACORDO DE BLOCO**

Os sócios poderão celebrar acordos de acionistas com o objetivo de disciplinar a forma de circulação das ações nas sociedades anônimas, estabelecendo

regras relativas às cessões por atos inter vivos. É comum, ainda, regular o destino destas ações em caso de falecimento de sócio e o ingresso de herdeiros na sociedade ou na hipótese de separação dos cônjuges.

É possível, assim, criar regras sobre a transferência de ações e o direito de preferência para adquiri-las, com o nítido propósito de estabilização do poder na sociedade anônima. Assim, pode-se inserir uma cláusula no acordo de acionistas estabelecendo a possibilidade dos demais sócios exercerem uma opção de compra das ações dos herdeiros ou do ex-cônjuge separado judicialmente, de modo que estes seriam compelidos a vendê-las, não podendo, dessa forma, ingressar na sociedade. Trata-se de emprego de normas do direito sucessório aplicadas ao direito empresarial, valendo lembrar que é comum a utilização da doação com usufruto vitalício em favor do doador, como forma de realização do planejamento familiar através de uma sociedade *holding* familiar.

Nesse sentido, o acordo de acionistas pode ser muito interessante, pois é sabido que a Lei 6.404/1976 proíbe a inclusão de cláusula estatutária que negue o direito do acionista de ceder suas ações. A única restrição que a lei considera possível é o estabelecimento de um direito de preferência, portanto, poder-se-ia limitar o direito de alienação das ações, mas não será possível vedar o direito de dispô-las após atender o direito de preferência. Ademais, esta limitação somente poderia ocorrer em uma sociedade anônima fechada, pois na aberta é livre a transferência de ações, sendo inaplicável a regra do artigo 36 da LSA.

J. E. Tavares Borba aduz ser possível estabelecer acordo de acionistas para inclusão de cláusulas de preferência ou até mesmo para imposição da compra ou venda entre os acordantes<sup>158</sup>:

*“...A cláusula que impõe ao sócio, em determinadas situações de impasse, a alternativa, face ao outro sócio, de comprar ou vender ações da companhia de que participam, afigura-se solução extremamente inteligente, dotada de elevado conteúdo de equidade, tanto que cabe ao interessado na oferta de compra ou venda (buy or sell) fixar o preço por ação pelo qual comprará todas as ações do outro sócio, ou a ele venderá todas as suas...”*

Os acionistas poderão, dessa forma, mesmo que seja uma companhia aberta, limitar o exercício do direito de alienação das ações entre aqueles que estão vinculados a um acordo de acionistas, inserindo-se cláusulas de opção de compra ou de venda.

Ainda neste aspecto, voltando ao “Caso Cemig”, temos a discussão sobre a possibilidade de ser estabelecido um acordo de bloco na sociedade de economia mista, diante da regra contida no artigo 50 da Lei de Licitações – Lei 8.666/1993 -, que não permite a celebração de contrato com preterição da ordem de classificação ou com terceiros estranhos ao procedimento licitatório, em observância ao princípio da impessoalidade. A adjudicação, nesse caso, seria um ato de natureza vinculado quanto ao seu conteúdo.

Marcos Juruena Villela Souto explica que é perfeitamente possível o estabelecimento de acordo de acionistas envolvendo uma sociedade de economia mista, inclusive no tocante aos chamados acordos de bloco, sem que haja violação ao princípio da impessoalidade ou da regra prevista no artigo 50 da Lei de Licitações, desde que seja

---

<sup>158</sup> BORBA. J. E. Tavares. Temas de Direito Comercial. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2007, pág. 08.

incluída cláusula no edital de licitação que contenha referência ao direito de preferência do acionista vinculado ao acordo.

Dessa forma, o vencedor da licitação apenas teria direito à adjudicação do objeto da licitação se não fosse exercido o direito de preferência pelo acionista vinculado ao acordo de acionistas. Esta solução também não violaria o princípio da isonomia, por conta do interesse público na contratação do acordo. Na haveria descumprimento da ordem de preterição, porque o melhor preço somente seria conhecido com o exercício ou não do direito de preferência e, por fim, não seria contratada pessoa estranha ao procedimento licitatório, pois o edital fará menção expressa ao acionista com o direito de preferência<sup>159</sup>:

“...Com o fito de adequar o direito de preferência estatuído no acordo de acionistas celebrado pelo Estado co o que contra na legislação sobre licitações, parece ser viável a inclusão de item no edital de licitação para alienação das ações do Estado no sentido de que a melhor proposta apurada no procedimento formal seja examinada pelos acionistas que detêm o referido direito de preferência, e, a partir daí, seja exercido, ou não, sempre de modo expresse...Desta forma, estar-se-á obedecendo tanto à legislação pátria quanto ao acordo de acionistas, que, na hipótese em exame, surgiu revestido de interesse público. Não se cogita de confronto ao princípio da vinculação ao edital – eis que há previsão expressa da preferência -, nem ao princípio da isonomia – já que o próprio preâmbulo editalício demonstrará o interesse público vinculado ao Estado na alienação das ações. Não haverá preterição da ordem de classificação, já que o melhor preço somente será conhecido com o exercício ou não do direito de preferência, e , muito menos será contratada pessoa estranha ao procedimento licitatório, pois o edital fará menção expressa aos acionistas com direito de preferência...”

---

<sup>159</sup>SOUTO, Marcos Juruena Villela. Direito Administrativo da Economia. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2003, pág. 162.

A solução apresentada por Marcos Juruena nos parece perfeita, pois é absolutamente necessário resguardar o princípio da adjudicação do objeto da licitação para o vencedor do certame. No entanto, também se revela importante preservar o interesse daquele que ofereceu sua tecnologia para o desenvolvimento da sociedade de economia mista. Neste cenário, constando do edital de licitação que o ganhador da licitação terá que aguardar o exercício do direito de preferência daquele que esteja vinculado a um acordo de bloco, todos já terão ciência de que estas serão as regras do jogo, portanto, não poderá ser alegada a falta de conhecimento quanto às condições estabelecidas no edital. Ademais, se for exercido o direito de preferência, por consequência, também será resguardado o melhor preço e em iguais condições daquela proposta vencedora.

#### **2.5.8.4 ACORDO DE VOTO**

Os acionistas poderão celebrar, ainda, acordos que delimitem o exercício do direito de voto e do poder de controle da sociedade, definindo, em reunião prévia, a direção que será dada aos votos detidos pelas partes contratantes.

Na verdade, a prática demonstra que o resultado de uma assembléia já é conhecido previamente à sua realização, pois seus membros costumam se reunir para definir como irão proferir seus votos antecipadamente. Logo, não sobra muito espaço para discussão, servindo o ato apenas para conferir efeito legal à decisão que já havia sido definida na reunião prévia, porque esta não tem valor legal a ponto de dispensar a realização da assembléia.

Os acordos de votos poderão ser utilizados de diversas maneiras e para diferentes hipóteses, tais como: manutenção do poder de controle de uma sociedade, reunião do conselho de administração, eleição dos diretores e conselheiros, política de investimentos, exclusão de sócios, exercício do direito de retirada, etc.

É certo que não há um poder absoluto no acordo referente ao exercício do direito de voto, pois, como dissemos, não poderá ser realizado um pacto contendo a aprovação antecipada das contas dos administradores, mas nada impede que eles se reúnam previamente e se posicionem sobre os votos a serem proferidos no dia da assembléia.

Mais uma vez é preciso recordar o “Caso Cemig”, pois havia previsão de acordo de voto naquela sociedade de economia mista, tendo sido outorgado o direito da Southern de votar em determinadas questões relacionadas com a administração da companhia. Para o Poder Judiciário do Estado de Minas Gerais, o acordo seria nulo, por ter ocorrido efetiva transferência do controle acionário para o particular<sup>160</sup>.

Em que pese os argumentos contrários, pensamos que o acordo de voto pode ser estabelecido em uma sociedade de economia mista, desde que não haja transferência do poder de controle, que, como vimos, seria deixar de orientar as atividades sociais e eleger o maior número de membros no conselho de administração. Se isso não ocorrer, o que só o caso concreto poderá atestar, o acordo de voto é permitido e deve ser incentivado, para atrair o setor privado como forma de desenvolvimento da atividade de uma sociedade de economia mista.

É preciso lembrar que o setor privado detém o *know-how* necessário para o desenvolvimento de certas atividades que exigem um conhecimento tecnológico

---

<sup>160</sup> Conforme, Bruno Leal Rodrigues, *in* Direito Administrativo Empresarial. Rio de Janeiro, Editora Lumen Juris, 2006, pág. 123.

específico e complexo<sup>161</sup>, portanto, nestes casos, o interesse público pode reclamar a aplicação da consensualidade, como forma de agregação destes interesses. É fato, contudo, que a transferência de tecnologia detida pelo particular somente será realizada se este puder usufruir de alguns direitos e garantias, os quais são absolutamente necessários para o resguardo de seu mais precioso bem, qual seja, o segredo do seu negócio. Isto se explica em razão da possibilidade de o concorrente comprar ações da sociedade de economia mista ou até mesmo ganhar a licitação de venda das ações detidas pelo Estado, o que poderá facilitar seu acesso à tecnologia desenvolvida por seu adversário.

Observe-se que o acordo de voto poderia lhe garantir a indicação de mais de um membro para o conselho de administração, desde que a maioria seja escolhida pelo controlador. Assim, se a Lei de S/A estabelece no artigo 239 que o minoritário na sociedade de economia mista terá direito à indicação de um membro do conselho de administração, este parceiro privado, que também um minoritário, poderia indicar outros, com a ressalva acima destacada. O mesmo poderia ser feito em relação ao conselho fiscal de uma sociedade de economia mista, que deve funcionar permanentemente, nos termos do artigo 239 da LSA.

Vê-se, portanto, que o acordo de voto, por si só, não significa a transferência do Poder de Controle da sociedade de economia mista do poder público para o particular signatário do pacto.

---

<sup>161</sup> Energia, óleo e gás, são exemplos de atividades em que o parceiro privado pode ser considerado fundamenta, pois o Estado não pode investir no desenvolvimento de tecnologias específicas, sem olvidar de suas funções básicas, como saúde, educação e transporte, pois os recursos são escassos e devem ser otimizados. Um parceiro privado, no entanto, somente “entrará” no negócio se tiver certas garantias.

### **2.5.8.5 DESCUMPRIMENTO DO ACORDO E EXECUÇÃO ESPECÍFICA**

Uma das alterações mais importantes em relação ao acordo de acionistas produzidos pela Lei 10.303/2001, diz respeito ao descumprimento do pacto, no sentido da possibilidade de ser obtido, em juízo, a sua execução específica, conforme determina o artigo 118, § 3º, da LSA.

A execução específica do acordo de acionistas seria possível em relação àquelas matérias definidas no artigo 118, caput, da LSA, sempre que o acionista vinculado ao pacto tiver proferido o seu voto em descumprimento do pacto ou quando não for respeitado o acordo de bloqueio. No primeiro caso, a sentença substituirá a declaração de vontade do agente, para que o voto seja contabilizado em favor do prejudicado; na segunda hipótese, o direito do prejudicado será atendido pela sentença, que determinará a adjudicação das ações.

A execução específica do acordo de acionistas é o meio processual adequado nessas hipóteses, conforme artigos 466-A e 466-B, ambos do Código de Processo Civil, para que a parte prejudicada possa obter exatamente aquela manifestação de vontade que não foi honrada pela parte que violou o acordo. Então, não se pretende a solução em perdas e danos, mas sim a tutela específica, pois resultará na emissão de uma sentença, cujo conteúdo irá substituir a declaração de vontade daquele que não respeitou o acordo.

A solução em perdas e danos seria indicada para aqueles casos em que não for possível a obtenção de uma tutela específica, como ocorre em relação à matéria que não encontre referência naqueles casos descritos no artigo 118, caput, da LSA.

É importante ressaltar, que o artigo 118, §8º traz uma solução diversa daquela referida no parágrafo 9º, do artigo 118, da LSA. Enquanto o artigo 118, §8º, da LSA estabelece que o presidente da companhia não poderá computar o voto proferido em descumprimento de um acordo de acionistas, devidamente arquivado na sede da companhia, de modo que o prejudicado terá que postular a sua tutela específica, nos termos do artigo 118, § 3º, da LSA, o parágrafo 9º, dá outra solução se houver abstenção ou o não comparecimento do acionista. Neste caso, a parte prejudicada poderá votar com as ações do acionista que não compareceu ou que se absteve, não sendo necessário ingressar em juízo com o pedido de execução específica.

Estes dispositivos são resultado das modificações produzidas pela Lei 10.303/2001, as quais tiveram o nítido desiderato de promover a eficácia da decisão judicial, a sua efetividade e, sem dúvida, a celeridade da solução dos conflitos societários. É sabido que a dinâmica do direito empresarial exige que as decisões sejam tomadas no menor tempo possível, portanto, aguardar uma decisão judicial por alguns anos não irá contribuir para o desenvolvimento das sociedades e prejudicará a circulação de riquezas e a preservação da empresa.

Em artigo publicado no site da BMF-Bovespa, Marcelo Soares Vianna<sup>162</sup>, realiza uma comparação entre o tempo de duração de um processo que tramita no poder judiciário brasileiro e na Corte de Delaware, reconhecida mundialmente como o mais importante tribunal para litígios societários. Diz o articulista que além de serem infinitamente mais céleres que as do Poder Judiciário Brasileiro, em Delaware as decisões são muito mais técnicas, pois os juízes são especializados e, não obstante a complexidade dos temas, que muitas vezes envolvem bilhões de dólares, poucos

---

<sup>162</sup> Confira-se a notícia: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/090826NotA.asp>>, acesso em 29 de setembro de 2009, às 04:15horas.

recursos são apresentados e o tribunal, seguindo a primeira instância também decide rapidamente.

Esta celeridade e efetiva são essenciais para criarem um ambiente de negócios favorável ao desenvolvimento da economia, portanto, a regra contida no parágrafo 9º, portanto, não está eivado de qualquer inconstitucionalidade por ter supostamente desrespeitado o princípio da inafastabilidade da jurisdição.

Em primeiro lugar tal princípio não é absoluto, admitindo várias exceções, como é o caso da legítima defesa e do estado de necessidade, cuja atuação é admitida ao particular sem a intervenção do Poder Judiciário. Ademais, também é princípio fundamental a duração razoável do processo, razão pela qual a efetividade e a celeridade poderão autorizar a parte prejudicada a votar quando este não comparece à assembléia ou deixa de votar.

É possível estabelecer o procedimento arbitral para a solução dos conflitos de interesse, sempre que estiverem em jogo interesses disponíveis das partes envolvidas no acordo. A solução pela arbitragem trará inúmeros benefícios aos contratantes, considerando que haverá um prazo específico para o procedimento estar concluído, será mantido o sigilo e mais técnica. É possível escolher o procedimento que será adotado, seus árbitros e a forma como seguirá o procedimento, além da escolha da própria Câmara de Arbitragem e o idioma que será adotado.

Nada impede que uma sociedade de economia mista celebre acordo de acionistas, embora haja precedente (Caso Cemig) onde foi repelida tal hipótese, sob o fundamento de ter ocorrido a transferência do poder de controle naquela companhia. Entretanto, como salientamos, desde que não haja transferência do poder de controle,

será perfeitamente viável e até mesmo indicado a celebração de tais pactos, como forma de compartilhamento da administração com o particular.

Admitindo-se a possibilidade da entidade federativa, através de uma sociedade de economia mista, participar de um acordo de acionistas, deverá ser investigada a compatibilidade do sistema de arbitragem para a solução dos conflitos societários envolvendo uma sociedade de economia mista. A questão é polêmica porque a arbitragem somente poderia tratar de direito disponíveis e, nesse sentido, será necessário verificar no caso concreto se é hipótese de interesse público primário ou secundário, sabendo-se que apenas este último poderia justificar uma arbitragem, por tratar dos chamados interesses disponíveis da administração pública, ou seja, não estariam relacionados aos atos de império<sup>163</sup>.

Luis Roberto Barroso entende que a arbitragem somente poderia ser admitida para solucionar conflitos envolvendo uma sociedade de economia mista, se houver uma lei específica disciplinando o tema<sup>164</sup>. Carmem Tibúrcio<sup>165</sup> sustenta que o artigo 54 da Lei 8.666/1993 e o artigo 23, Inciso XV, da Lei 8987/97, não são suficientes para autorizar a utilização do procedimento de arbitragem nos contratos administrativos, pois a própria Lei de Licitações, no artigo 55, § 2º, estabelece a necessidade da eleição do foro para discussão das controvérsias advindas do contrato. Por isso, seria necessária uma lei específica para tratar da questão.

---

<sup>163</sup> MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. A Arbitragem nos Contratos Administrativos. Revista de Direito Administrativo, 2009, julho/setembro de 2007, p. 85.

<sup>164</sup> BARROSO, Luis Roberto. Sociedade de Economia Mista Prestadora de Serviço Público. Cláusula Arbitral Inserida em Contrato Administrativo sem Prévia Autorização Legal. Invalidez. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, 19, pág. 434.

<sup>165</sup> DOLINGER, Jacob e TIBÚRCIO, Carmem. Direito Internacional privado: Arbitragem Comercial Internacional. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2003, pág. 399.

O Supremo Tribunal Federal já teve oportunidade de cuidar desta questão no célebre “Caso Lage”<sup>166</sup>, no qual a União aceitou participar do procedimento arbitral como forma de por fim ao litígio sobre o valor a ser pago aos herdeiros de Henrique Lage. Foi concedida a autorização legislativa e depois de finalizado o laudo arbitral a União tentou desconstituí-lo no STF<sup>167</sup>, mas a Corte Suprema entendeu que a solução amigável do conflito envolvendo o Poder Público seria admitida naqueles casos que estiver configurado o chamado interesse público secundário.

No âmbito do Supremo Tribunal Federal é preciso mencionar que a ADIN 3090 e 3.100 MC/DF, que questiona a constitucionalidade da MP 144, já convertida na Lei 10.848/04, por conta da previsão do sistema de arbitragem para as sociedades de economia mista e empresas públicas, não teve a liminar deferida pelo relator Min. Gilmar Mendes<sup>168</sup>.

O Superior Tribunal de Justiça também já se manifestou algumas vezes sobre a possibilidade da administração pública participar do procedimento de arbitragem quando houver atos de gestão. Neste sentido, confira-se a ementa do REsp 606.345/RS<sup>169</sup>:

PROCESSO CIVIL. JUÍZO ARBITRAL. CLÁUSULA COMPROMISSÓRIA. EXTINÇÃO DO PROCESSO. ART. 267, VII, DO CPC. SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA. DIREITOS DISPONÍVEIS. 1. Cláusula compromissória é o ato por meio do qual as partes contratantes formalizam seu desejo de submeter à arbitragem eventuais divergências ou litígios passíveis de ocorrer ao longo da execução da avença. Efetuado o

---

<sup>166</sup> Conforme lição de CARNEIRO, Cristiane Dias. Adoção de Cláusulas de Arbitragem nos Contratos da Administração Pública e, em Especial, pelas Estatais. Coord. Marcos Juruena Villela Souto. Direito Administrativo Empresarial. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2006, pág. 210/211.

<sup>167</sup> STF. AI 52181, Rel. Min. Bilac Pinto, julgamento 14/11/1973, DJ de 15/12/1974.

<sup>168</sup> Como poder ser constatado no Informativo 335 do STF, cujo trecho ora transcrevo: “...*Por fim, o Min. Gilmar Mendes indeferiu o pedido quanto ao art. 4º, que prevê o uso de arbitragem, também por ausência de plausibilidade da tese sustentada pelos autores, porquanto tal dispositivo apenas dispôs sobre o uso de tal mecanismo nos termos da Lei 9.307/96...*”

<sup>169</sup> No mesmo sentido: STJ: MS 11308 e REsp 612.439/RS.

ajuste, que só pode ocorrer em hipóteses envolvendo direitos disponíveis, ficam os contratantes vinculados à solução extrajudicial da pendência. 2. A eleição da cláusula compromissória é causa de extinção do processo sem julgamento do mérito, nos termos do art. 267, inciso VII, do Código de Processo Civil. 3. São válidos e eficazes os contratos firmados pelas sociedades de economia mista exploradoras de atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços (CF, art. 173, § 1º) que estipulem cláusula compromissória submetendo à arbitragem eventuais litígios decorrentes do ajuste. 4. Recurso especial provido. (REsp 606.345/RS, Rel. Ministro JOÃO OTÁVIO DE NORONHA, SEGUNDA TURMA, julgado em 17/05/2007, DJ 08/06/2007 p. 240)

Entendemos ser possível a administração pública se submeter ao procedimento da arbitragem naquelas questões relativas aos interesses qualificados como secundários<sup>170</sup>. O uso deste sistema deve ser incentivado, considerando que é um instrumento mais célere, técnico e efetivo, além de contar com o benefício do sigilo que é tão valorizado pelo detentor de uma tecnologia e que se vê diante de um litígio que possa revelar ao concorrente o segredo de seu negócio. Como já mencionado, os litígios que tramitam no Poder Judiciário podem se eternizar, principalmente quando são mais complexos e envolvem quantias vultosas, inclusive pela quantidade de recursos previstos em nossa legislação processual.

Não será necessária a edição de uma lei específica para que a administração pública possa se submeter à arbitragem e tampouco consideramos como empecilho a cláusula de eleição de foro, pois as questões que devam obrigatoriamente ser submetidas ao poder judiciário será analisadas de acordo com a referida cláusula, assim também ocorrerá em relação aos eventuais conflitos surgidos em razão do

---

<sup>170</sup> Esta é a orientação de Diogo de Figueiredo Moreira Neto, conforme: Arbitragem nos Contratos Administrativos, Revista de Direito Administrativo, vol. 209, jul-set, 1997, pp. 81-90. Vide, ainda, MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Mutações do Direito Administrativo. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2ª Edição, 2001.

procedimento de arbitragem, quando for possível fazê-lo e quanto à validade da cláusula compromissória.

A questão que nos parece mais polêmica, neste caso, seria a exemplificada por Valter Shuenquener de Araújo<sup>171</sup>, assim redigida:

*“...O parceiro público pode estar contratualmente obrigado a, por exemplo, entregar uma substancial quantia ao fundo garantidor da PPP. Vamos imaginar que a Administração Pública deixe de fazer um aporte de capital ao fundo, sob a alegação de que terá que utilizar os aludidos recursos para as áreas de saúde e educação. Sem adentrarmos o mérito de quem teria razão neste caso específico, soa estranho deixar que árbitros particulares decidam, ainda que indiretamente, se o Estado deverá utilizar seus recursos para a educação e saúde ou numa PPP. Nesse caso, por exemplo, carece legitimidade ao particular para decidir questões políticas diretamente relacionados com a soberania estatal...”*

Com efeito, ainda que a questão posta por Valter Shuenquener seja muito polêmica<sup>172</sup>, entendemos que a arbitragem não deve ser descartada, pois neste caso o superior interesse público também se manifesta no sentido da viabilidade da PPP, o que passa pela manutenção do fundo garantidor. Além disso, não pode ser esquecido que o administrador público não pode deixar de investir o percentual mínimo em favor destas áreas sensíveis, por força de disposição constitucional, sob pena de responsabilidade.

O artigo 11, Inciso III, da Lei 11.079/2004 admite expressamente a adoção de mecanismos de solução de conflitos decorrentes da parceria público-privada,

---

<sup>171</sup> In, OSÓRIO, Fábio Medina e SOUTO, Marcos Juruena Villela. Direito Administrativo. Estudos em Homenagem a Diogo de Figueiredo Moreira Neto. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2006, pág. 749.

<sup>172</sup> Existem outras questões polêmicas sobre o uso da arbitragem, como por exemplo, a possibilidade dos árbitros serem mais facilmente “capturados”, considerando que a atividade é privada e as Cortes Arbitrais precisam de “clientes” para se manterem em atividade, principalmente por concorrerem com outras. Além disso, o árbitro pode ter alguma forma de relacionamento com uma empresa privada que submete à arbitragem. Entendemos, no entanto, que o próprio procedimento a ser adotado poderá eliminar tal risco, já que, dependendo da Corte Arbitral, as partes podem eleger as normas e os árbitros, sendo certo que há vários profissionais que exercem a função de árbitro e, caso haja alguma possibilidade de suspeição, numa corte séria, este mesmo irá manifestar seu impedimento. Vemos tal hipótese, portanto, como sendo muito difícil de ocorrer na prática, principalmente nas cortes mais tradicionais.

inclusive a arbitragem, que deverá ser realizada no Brasil e em língua portuguesa. Conforme já destacamos, trata-se de medida positiva que tem por objetivo trazer mais celeridade à resolução da controvérsia e conferir uma maior técnica pelos especialistas que irão ser escolhido entre as partes envolvidas na disputa. Isso representa, ainda, uma diminuição no custo do preço cobrado do Poder Público ou do usuário pelo parceiro privado.

Maurício Portugal Ribeiro e Lucas Navarro Prado sustentam ser possível a escolha da câmara de arbitragem sem a necessidade de prévia licitação, considerando que a reputação destas nos conduziria à inexigibilidade da licitação:

*“...Quanto à escolha da Câmara Arbitral, alguns levantam que seria necessária a prévia licitação, ou a utilização do instituto da inexigibilidade da licitação, neste caso, com base no art. 25, II e § 1º, da Lei 8.666/1993. Parece-nos perfeitamente cabível o uso da inexigibilidade de licitação. Note-se que “reputação” é o principal ativo das Câmaras arbitrais. Como se aferir em competição a reputação de uma câmara arbitral? Como comparar reputações? No nosso entendimento, trata-se de hipótese de inviabilidade de competição...”*

A nosso sentir, deve-se ter cuidado em aceitar tal afirmação como uma regra absoluta. Em primeiro lugar, é preciso verificar o corpo de árbitros existentes na câmara e as suas regras internas, pois em alguns casos não se admite a escolha de árbitros pelas partes que não sejam integrantes daquela corte arbitral. Além disso, será necessário verificar, no caso concreto, se aquela determinada câmara realmente possui notória especialização naquela questão controvertida e, principalmente, seu corpo técnico. Enfim, pensamos que poderiam ser aplicados os critérios de singularidade do

serviço e notoriedade para a inexigibilidade de licitação de um escritório de advocacia para prestação de serviços jurídicos em favor da administração<sup>173</sup>.

#### **2.5.8.6 RESCISÃO UNILATERAL DO ACORDO DE ACIONISTAS**

A regra relativa à rescisão unilateral do acordo de acionistas leva em consideração o prazo contratado para vigorar tal avença, ou seja, se for por prazo indeterminado, a rescisão poderá ser realizada unilateralmente a qualquer tempo, desde que respeitada a boa-fé objetiva no desfazimento do contrato, de modo que as partes não sejam surpreendidas com o rompimento do vínculo, por exemplo, às vésperas de uma assembléia ou reunião do conselho de administração.

O acordo de acionistas contratado por prazo determinado, em regra, deverá ser cumprido e não poderá ocorrer seu rompimento unilateralmente, sendo certo que J. E. Tavares Borba<sup>174</sup> considera que não se poderá fixar o prazo de duração do acordo vinculado à existência da própria companhia, pois isto significaria manter as partes relacionadas por prazo indefinido, e sem oportunidade de denúncia:

“A idéia, por alguns esboçada, de vincular o prazo do acordo ao prazo de duração da sociedade, parece-me insustentável, posto que vincularia os membros do acordo indefinidamente, e sem oportunidade de denúncia. Deve-se considerar que o acordo de acionistas, por ser um contrato, encontra-se sujeito aos princípios gerais aplicáveis à espécie, entre os quais o que submete todos os contratos por tempo indeterminado à denúncia unilateral (...). O acordo de acionistas envolve uma vinculação

---

<sup>173</sup> Este tema é sempre muito polêmico. No Superior Tribunal de Justiça, consulte o REsp 439.869 – SP, no qual foi verificado que não estavam presentes os pressupostos da singularidade e notoriedade do escritório de advocacia, considerando que o serviço prestado estaria disseminado no mercado jurídico e existiam diversas outras sociedades de advogados especialistas para a prestação daquele serviço. A consulta pode ser feita no site do STJ: [www.stj.jus.br](http://www.stj.jus.br). Acesso em 11 de novembro de 2009, às 14:00horas.

<sup>174</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2001, 7ª edição, pp. 323 e 324.

pessoal, pois que estabelece para as partes um determinado comportamento. Essa vinculação pessoal é incompatível com a perpetuidade.”

Realmente não será possível impedir a rescisão unilateral nas hipóteses de prazo indeterminado ou quando este tiver sido fixado com vinculação àquele previsto para a duração da sociedade. O que se deve ter em mente é que o acionista não poder ficar vinculado eternamente ou até mesmo por um prazo bastante longo, como seria o de 30 anos comumente acordado nestas avenças. Nestes casos, o contratante poderia rompê-lo unilateralmente.

O artigo 118, §6º, da LSA tratou da questão referente ao prazo, estipulando que o prazo deverá ser respeitado quando o prazo tiver sido fixado em razão deste termo ou por uma condição resolutive.

Há controvérsia, no entanto, se esta rescisão unilateral poderia ocorrer em razão da quebra da *affectio societatis*, já tendo o Superior Tribunal de Justiça se manifestado sobre esta questão nos autos do REsp 388.423-RS, cuja ementa esta transcrita abaixo:

SOCIEDADE ANÔNIMA. ACORDO DE ACIONISTAS. RESOLUÇÃO COM BASE NA QUEBRA DA AFFECTIO SOCIETATIS E DO DEVER DE LEALDADE E COOPERAÇÃO ENTRE OS CONVENIENTES. POSSIBILIDADE JURÍDICA. INCIDÊNCIA DOS ENUNCIADOS NOS 5 E 7 DA SÚMULA/STJ QUANTO À ILEGITIMIDADE ATIVA DA RECORRIDA. INOCORRÊNCIA DE DECISÃO EXTRA PETITA. MATÉRIA NÃO DEBATIDA NA APELAÇÃO. ACÓRDÃO QUE NÃO PADECE DE FALTA DE FUNDAMENTAÇÃO. RECURSO NÃO CONHECIDO. I - Admissível a resolução do acordo de acionistas por inadimplemento das partes, ou de inexecução em geral, bem como pela quebra da *affectio societatis*, com suporte na teoria geral das obrigações, não constituindo impedimento para tal pretensão a possibilidade de execução específica das obrigações constantes do acordo, prevista no art. 118, § 3º da Lei

6.404/76. [...] (REsp 388.423/RS, Rel. Ministro SÁLVIO DE FIGUEIREDO TEIXEIRA, QUARTA TURMA, julgado em 13/05/2003, DJ 04/08/2003 p. 308)

## 2.5.9 ASSEMBLÉIA NA SOCIEDADE ANÔNIMA

Tradicionalmente os órgãos da sociedade anônima são classificados em: assembleia, conselho de administração, diretoria e conselho fiscal. Cada um destes órgãos possui funções próprias e privativas, que não se confundem entre si e convivem harmonicamente.

A assembleia é descrita como sendo o órgão supremo da companhia e o local próprio para as decisões serem tomadas pela maioria dos acionistas presentes ao conclave. Nem todas as matérias são de competência da assembleia, pois existem questões que devem ser decididas privativamente por outros órgãos, como por exemplo, o conselho de administração<sup>175</sup>. Outras, porém, são privativas da assembleia, conforme artigo 122 da LSA, valendo citar como exemplo, a reforma do estatuto, a eleição dos administradores e sua destituição, a aprovação das contas, dentre outras lá descritas.

A assembleia pode ser classificada em ordinária e extraordinária, sendo certo que a primeira deve ser realizada em até quatro meses após o fim do exercício social, que costuma corresponder ao final do ano. O conselho de administração ou a diretoria devem convocar a assembleia e se não o fizerem tempestivamente, caberá ao Conselho Fiscal (art. 163, V, LSA) e mesmo ao próprio acionista (art. 123, p. único, alínea “b”, da LSA) fazê-lo.

---

<sup>175</sup> A decisão sobre a emissão de debêntures, em regra, compete à assembleia, porém, na hipótese do artigo 59, § 1º da LSA, caberá ao conselho de administração decidir.

Note-se, que mesmo sendo convocada fora deste prazo ela continuará sendo uma assembleia ordinária, pois o que importa é a matéria a ser tratada, por isso, se for uma daquelas relacionados no artigo 132 da LSA, a assembleia será ordinária. Qualquer outra matéria que não seja uma daquelas descritas no artigo em referência deverá ser objeto de uma assembleia extraordinária.

A realização da assembleia é sempre necessária e dela somente poderão participar os acionistas<sup>176</sup>. Entretanto, a própria lei permite que haja a possibilidade de representação dos acionistas por um advogado, por outro acionista ou por um membro da administração, desde que a procuração tenha um prazo mínimo de 01 ano entre a data da outorga do mandato e a da realização da assembleia; se for uma companhia aberta, poderá o mandatário ser uma instituição financeira e o administrador dos fundos poderá representar os condôminos.

Oportuno salientar que a CVM autorizou a realização da transmissão *online* da assembleia e a utilização da procuração eletrônica, tendo dispensado o reconhecimento de firma, por ser possível a certificação digital, o que facilitou em muito a realização do conclave e obtenção do quorum necessária<sup>177</sup>.

### **2.5.9.1 CONVOCAÇÃO, PUBLICAÇÃO E QUÓRUM**

De acordo com a lição de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira<sup>178</sup>, a convocação de uma assembleia constitui requisito essencial para a sua

---

<sup>176</sup> O advogado também tem a prerrogativa de assistir seu cliente na assembleia.

<sup>177</sup> Vide Processo Administrativo nº RJ 2008-1794. Note-se que falta disciplinar o voto eletrônico.

<sup>178</sup> LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. – Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, V.2, 1997, p. 553.

validade, portanto, deve-se ter a maior cautela com a competência, forma e o prazo de convocação:

“A convocação e instalação da reunião dos sócios segundo o regime legal é, portanto, requisito essencial à formação da vontade social, pois do funcionamento da assembléia depende a possibilidade de criar deliberação coletiva: somente durante seu funcionamento os sócios podem validamente proferir os votos cuja estruturação dá origem à deliberação coletiva. A deliberação de sócios fora de reunião da assembléia regularmente convocada é inexistente como ato coletivo, tanto do ponto de vista social quanto jurídico: é um agregado de atos de vontade individuais”

Quanto ao prazo de convocação, é necessário verificar se a companhia é aberta ou fechada. No primeiro caso, o prazo deverá anteceder a realizado do ato em pelo menos 15 dias em primeira convocação e oito dias para a segunda. Se for uma sociedade anônima fechada, o prazo será de pelo menos oito 8 (oito) dias de antecedência, com termo a *quo* na publicação do primeiro anúncio; a segunda convocação, com antecedência mínima de 5 (cinco) dias.

Para que o anúncio seja devidamente regular, são indispensáveis os seguintes requisitos: (a) a indicação do local da reunião (em regra, a sede da companhia); (b) data da reunião (qualquer dia da semana, útil ou não); (c) hora do início dos trabalhos; (d) ordem do dia (lista dos assuntos a serem discutidos e votados); e (e) em caso de sociedade anônima aberta, sendo necessária a eleição do Conselho de Administração, o edital deve conter o percentual mínimo de participação acionária para fins de preenchimento dos cargos desse órgão através do voto múltiplo, nos termos do artigo 3º, da Instrução Normativa da CVM nº 165.

Este anúncio deve ser publicado por três vezes, no mínimo, observando-se a regra contida no artigo 289 da LSA, sendo certo que, na hipótese da companhia ser

aberta, ainda deverão ser cumpridas as disposições da Instrução Normativa da CVM nº: 207.

Quando se tratar de convocação de AGE, a lei exige que os documentos sejam postos à disposição dos acionistas na sede da companhia, quando da publicação do primeiro anúncio convocatório, conforme determinação contida no artigo 135, § 3º, da LSA.

É preciso registrar, ainda, que a Comissão de Valores Mobiliários ainda poderá suspender, por 15 dias, o andamento do prazo mínimo entre a data da primeira convocação e a da realização da assembléia, sempre que entender necessário, nos exatos termos das Instruções Normativas da CVM nº 319 e nº 320. Além disso, a CVM poderá aumentar para até 30 (trinta) dias o período para a realização da reunião, quando entender que é necessário um prazo maior para a análise dos acionistas sobre as matérias que irão ser deliberadas, como é permitido pelo Artigo 124, §§5º e 6º, da LSA.

No que concerne ao quorum de instalação, em primeira convocação, este será de 25% do capital social com direito a voto (art. 125, LSA). Contudo, e a hipótese for de reforma estatutária, o quorum de instalação, em primeira convocação, passa a ser de acionistas representantes de 2/3, no mínimo, do capital social votante (art. 135, LSA). Na segunda convocação, em qualquer hipótese, a assembléia estará instalada com qualquer número de acionistas.

Não se deve esquecer que o quorum de instalação não se confunde com o de deliberação, pois aquele refere-se ao número mínimo de acionistas com direito a voto para que a assembléia seja considerada instalada e, a partir daí, as matérias possam ser deliberadas. Neste momento, deverá ser aferido o quorum necessário para a aprovação

das questões postas em discussão. Não se pode deliberar sem que haja a instalação da assembléia.

A aprovação das matérias, em regra, ocorre pela maioria absoluta dos votos, não sendo computados aqueles que estejam em branco, bem como os nulos, valendo a manifestação daqueles que estejam presentes à assembléia, independentemente da correspondência do capital social<sup>179</sup>.

É preciso ter atenção, pois há possibilidade do quorum de deliberação ser considerado qualificado, exigindo a aprovação de mais da metade do capital votante, nos termos do artigo 136 da LSA. E, também, os estatutos poderão aumentar o quorum previsto na legislação. No caso de empate a solução está compreendida no artigo 129, § 2º, da LSA.

Considerando que algumas companhias possuem um *free float* elevado, pode ser conveniente postular junto à CVM, nos termos do artigo 136, § 2º, da LSA, a modificação do quorum de instalação da assembléia, sob o risco de não o fazendo, de não conseguir realizar o conclave, já que a dispersão das ações poderá impedir que haja a aprovação de matérias que exijam um quorum qualificado na forma do artigo 136 da LSA<sup>180</sup>.

---

<sup>179</sup> Esta é a lição de Modesto Carvalhosa: “o quorum de deliberação é formado unicamente daquelas ações votantes que efetivamente se manifestarem sobre a proposta respectiva, a favor ou contra. Excluem-se do quorum deliberativo não só os votos em branco propriamente ditos como também os nulos”. Esse quorum geral de deliberação é atingido pela manifestação favorável de mais da metade dos votos dados em preto pelos acionistas presentes. CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Editora Saraiva, v.4, p. 239.

<sup>180</sup> No Processo da CVM n.º: 2006/6785, a agência reguladora autorizou a Telemar a reduzir o quorum, conforme voto do Relator Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa: “...Nesse contexto, sugiro a redução do quorum para 25%, o que conferiria legitimidade à aprovação da Reestruturação Societária, sem, no entanto, criar barreiras significativas....”

## **2.5.10 ADMINISTRAÇÃO DA SOCIEDADE ANÔNIMA**

Existem dois órgãos de administração da sociedade anônima: o conselho de administração e a diretoria, sendo certo que cada um destes possui funções próprias e bem definidas pela LSA.

É preciso salientar que nada impede que existam outros órgãos auxiliares organizados em comitês, que poderão servir de base para os conselheiros e diretores na tomada das decisões, sendo certo que a existência destes poderá ser importante para contrastar o trabalho executado pela auditoria externa, por exemplo, e, ainda, servirá para aumentar o índice de governança corporativa daquela companhia.

Passaremos a analisar estes dois órgãos: conselho de administração e a diretoria.

### **2.5.10.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA SOCIEDADE ANÔNIMA**

O conselho de administração é um órgão colegiado da companhia, cujas decisões são tomadas por maioria de seus membros, os quais serão sempre pessoas naturais e acionistas. O conselho de administração possui as seguintes funções principais: (a) orientação da companhia; (b) eleição dos membros da diretoria; (c) fiscalização dos membros da diretoria.

O conselho de administração somente será obrigatório nas companhias abertas, naquelas de capital autorizado e nas sociedades de economia mista, conforme artigo 138, § 2º e 239, todos da LSA. De acordo com o artigo 140 da Lei 6.404/1976, o conselho de administração será composto por no mínimo 03 (três) membros, os quais

são eleitos pelos votos dos acionistas em assembléia, sendo certo que a maioria será indicada pelo controlador.

O artigo 141, §§ 1º e 4º, da LSA, estabeleceu dois mecanismos para que a minoria pudesse tentar aumentar o número de integrantes no conselho: (a) voto múltiplo<sup>181</sup>; e (b) a eleição em separado.

De acordo com Adriano Castello Branco, o voto múltiplo poderá estar previsto no próprio estatuto da companhia e, nesse caso, a adoção deste sistema de eleição de administradores será obrigatório. Quanto o estatuto for omissivo, o voto múltiplo poderá ser empregado se houver requerimento de acionistas minoritários com 48 horas de antecedência da assembléia geral<sup>182</sup>.

Não basta o requerimento com 48 horas de antecedência, pois estes acionistas deverão possuir, no mínimo, nas companhias fechadas 10% do capital votante e, nas abertas, de 5% a 10%, de acordo com o capital social. Note-se que o percentual necessário para formular o requerimento de voto múltiplo, neste universo de 5% a 10%, é definido pela Instrução Normativa da CVM 282, conforme tabela abaixo:

<b>INTERVALO DO CAPITAL SOCIAL (R\$ 1,00)</b>	<b>PERCENTUAL MÍNIMO DO CAPITAL VOTANTE PARA SOLICITAÇÃO DE VOTO MÚLTIPLO (%)</b>
<b>0 A 10.000.000</b>	<b>10</b>
<b>10.000.001 A 25.000.000</b>	<b>9</b>
<b>25.000.001 A 50.000.000</b>	<b>8</b>

<sup>181</sup> Conforme leciona Carlos Augusto da Silveira Lobo, o voto múltiplo: "... consiste no processo de votação mediante o qual se atribui a cada uma das ações com direito a voto, cujos titulares tenham comparecido à Assembléia Geral, tantos votos quantos sejam os membros do Conselho de Administração, reconhecendo-se aos acionistas o direito de, conforme a sua conveniência, cumular os seus votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários...". In, LOBO, Carlos Augusto da Silveira. O Voto Múltiplo na Eleição do Conselho de Administração das Sociedades Anônimas. Revista Forense, vol. 270, p. 117, abr./jun. 1980.

<sup>182</sup> BRANCO, Adriano Castello. O Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2ª Edição, 2007, pág. 64.

<b>50.000.001 A 75.000.000</b>	<b>7</b>
<b>75.000.001 A 100.000.000</b>	<b>6</b>
<b>ACIMA DE 100.000.001</b>	<b>5</b>

O procedimento de voto múltiplo encerra a possibilidade dos minoritários conseguirem eleger um maior número de conselheiros, mas não significa uma garantia, pois tudo dependerá de como eles irão ser articular para destinarem seus votos.

A eleição em separado prevista no artigo 141, § 4º, da LSA, permite que os minoritários indiquem membros ao conselho de administração. Neste caso, é preciso observar, que a eleição em separado somente ocorre nas companhias abertas e em duas situações: no primeiro caso, participam os acionistas minoritários titulares de ações com direito a voto que representem no mínimo 15% do capital votante; no segundo, apenas votarão os preferencialista sem direito a voto com voto restrito, mas desde que representem, no mínimo, 10% do capital social.

A lei permite, caso não tenham conseguido atingir este número, que os acionistas minoritários com direito a voto e os preferenciais sem direito a voto possam se reunir e, caso obtenham 10% do capital social, poderão eleger um membro em separado.

Sobre a eleição do presidente do conselho de administração, cumpre salientar que na omissão do estatuto, competirá à assembléia sua eleição, o que não impede que o estatuto discipline tal matéria e atribua ao próprio conselho a sua eleição.

Os membros do conselho de administração possuem poderes individuais de fiscalização, com o objetivo de cumprirem suas funções. Embora seja um órgão

colegiado, cada conselheiro terá o poder individual de exigir documentos, como já foi decidido pelo Superior Tribunal de Justiça nos autos do REsp 512.418 – SP:

Direito processual civil e comercial. Ação cautelar de exibição de livros. Sociedade empresária. Tutela antecipada deferida. Reexame de provas. Pedido individual. Membro. Conselho de administração. - É vedado o reexame de provas em sede de recurso especial. - O exercício individual das atribuições conferidas pelo art. 142, III, da Lei n.º 6.404/76 ao conselho de administração é decorrência lógica das funções de fiscalização inerentes ao órgão colegiado. Recurso especial não conhecido. (REsp 512.418/SP, Rel. Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 07/12/2004, DJ 01/02/2005 p. 540)

O membro do conselho de administração poderá estar acompanhado de seu advogado nas reuniões do órgão<sup>183</sup>, considerando o grau de responsabilidade do administrador, podendo ser úteis as informações prestadas pelo profissional de sua confiança.

#### **2.5.10.2 DIRETORIA DA SOCIEDADE ANÔNIMA**

A diretoria é órgão da administração da companhia, sendo certo que a lei determina que haja ao menos dois diretores, os quais serão sempre pessoas naturais e residentes no país. No entanto, suas decisões são tomadas isoladamente, salvo se houver norma no estatuto exigindo que a decisão seja colegiada, conforme artigo 143 e seu §2º, da LSA.

---

<sup>183</sup> Neste sentido: TJRJ: Agravo de Instrumento n.º: 25.055/2005 - 16ª Câmara Cível – Des. Rel. Gerson Arraes.

A diretoria será eleita pelos conselhos de administração<sup>184</sup>, quando houver este órgão e tem como principal função executar as atividades definidas pela assembléia e representar a companhia externamente. Sobre este tema, há interessante decisão do Superior Tribunal de Justiça nos autos do REsp 467.085/PR, no qual restou definido que no apenas a sociedade anônima irá figurar no pólo passivo da ação de dissolução parcial da companhia, sendo esta representada pela diretoria:

(...) 5. O reconhecimento da legitimidade passiva dos demais sócios em ação de dissolução da sociedade anônima, além das dificuldades para o prosseguimento do feito, em decorrência, em alguns casos, de grande número de réus, contraria a participação limitada do acionista na condução dos rumos da companhia. 6. Somente a sociedade anônima possui legitimidade para figurar no pólo passivo de demanda dissolutória, devendo ser representada por sua Diretoria. 7. Assentado no acórdão recorrido a ausência de interesse de agir, pelo longo período de encerramento da atividade empresarial e pela inexistência de prejuízo para o sócio, inviável o reexame dos fatos, nos termos da Súmula 07/STJ. 8. Recursos especiais não conhecidos. (REsp 467.085/PR, Rel. Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, QUARTA TURMA, julgado em 28/04/2009, DJe 11/05/2009)

### **2.5.10.3 RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES**

O sistema de responsabilidade dos administradores de uma sociedade anônima é diverso para aqueles que administram outras sociedades regidas pelo Código Civil de 2002, pois o artigo 158 da LSA esclarece que, a princípio, o administrador não será responsabilizado pelos seus atos no exercício da administração regular. Competirá à sociedade indenizar eventual prejudicado ou honrar a obrigação assumida pelo administrador no exercício de suas funções. Mas isso não significa que o administrador

---

<sup>184</sup> Em setores regulados, podem ser criadas regras para a assunção do cargo de diretor da companhia, como ocorre na ANS.

estará imune, pois a sociedade poderá responsabilizá-lo sempre que descumprir seus deveres fiduciários, conforme determina o artigo 158 da LSA.

O administrador não será responsável por atos ilícitos praticados por outros administradores, salvo se for conivente, negligente ou omissivo, conforme determina o artigo 158, § 1º da LSA. Note-se que o administrador, para se eximir de responsabilidade, terá que manifestar sua divergência em ata ou comunicá-la por escrito aos órgãos da administração, ao conselho fiscal ou à própria assembléia. Esta responsabilidade será solidária, ainda que não tenha atribuição específica para a prática do ato, salvo se a companhia for aberta, aplicando-se as regras contidas nos parágrafos 3º e 4º, do artigo 158 da LSA.

Os administradores devem observar os seguintes deveres fiduciários: (a) diligência; (b) realizar a função social da companhia; (c) lealdade; (d) sigilo dos negócios; (e) não agir quando houver conflito de interesses; (f) informar.

O artigo 153 da LSA disciplina o dever de diligenciado administrador, cumprindo ao mesmo empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma realizar na administração dos seus próprios negócios. O administrador que não é diligente deverá ser responsabilizado pelos prejuízos que causar à sociedade e a seus acionistas<sup>185</sup>.

---

<sup>185</sup> No direito norte-americano é bastante controversa a possibilidade de extensão deste dever também aos credores da sociedade. Neste caso, discute-se se o administrador de uma companhia também possuiria deveres fiduciários em relação aos credores. A hipótese é debatida quando os administradores, cientes de que a companhia está na chamada “zona de insolvência” e não possui meios para se recuperar, não confessam a falência desta. Muito embora já tenham plena ciência de que não há chance de recuperação, os administradores acabam realizando mais empréstimos a juros cada vez mais altos, onerando os últimos ativos da companhia, de forma a prolongar artificialmente a “vida” daquela companhia deficiente. Como disse, nos Estados Unidos esta teoria é conhecida por “*deepening insolvency*” e encontra algumas decisões favoráveis, reconhecendo que os administradores também teriam deveres fiduciários perante seus credores, de modo que naquela hipótese em que se pretende prolongar artificialmente a existência daquela companhia, na hipótese de decretação da falência, eles poderiam ser responsabilizados pela má escolha que fizeram, deixando de preservar os ativos com a confissão da falência. Ora, se tivessem

Neste sentido, o administrador diligente é aquele que se qualifica para o exercício do cargo, embora não seja exigida uma especialização, pois não é necessário que o administrador seja um especialista, mas sim que tenha se preparado para seu mister, considerando a complexidade do posto, com inúmeras variáveis. É preciso conhecer aspectos contábeis, fiscais e societários, não sendo isento de responsabilidade aquele administrador que afirmar desconhecer tais aspectos. Em outras palavras, o administrador não conseguirá se livrar de responsabilidade alegando ausência de competência.

Além de se qualificar para o exercício do cargo, o administrador deverá administrar a companhia buscando a realização do interesse social, ou seja, cumpre ao administrador realizar a função social da sociedade, maximizando os seus ativos e atendendo os demais interesses envolvidos, nos termos do artigo 116, p. único da LSA.

O administrador diligente é aquele que se informa sobre as atividades da companhia. O dever de diligência compreende a obrigação de agir, de fazer, não sendo compatível com a omissão. Dessa maneira, o administrador deverá sempre analisar os documentos e contratos que lhe são disponibilizados, tendo a obrigação de buscar

---

requerido a falência no momento em que tiveram ciência de que estavam na zona de insolvência, mais ativos teriam sido arrecadados e, portanto, um número maior de credores poderiam ser pagos. No entanto, como preferiram prolongá-la, mesmo sem qualquer chance de reorganização, realizando novos empréstimos e vendendo seus ativos, com a decretação da falência, menos credores serão pagos, pois os ativos já não mais existem. Como o tema é desconhecido no Brasil e nos Estados Unidos ainda é muito questionada, indicamos, para melhor compreensão, os seguintes textos: SUSSMAN, Ronald R. and KLEINE, Benjamin H. What Is Deepening Insolvency? Norton Journal of Bankruptcy Law and Practice, Volume 15, pág. 793/799. No Brasil: CASTRO, Rodrigo R Monteiro e ARAGÃO, Leandro Santos. Direito Societário – Desafios Atuais. Deveres dos Administradores Sociedades Empresárias em Dificuldade Econômica-Finiceira: A teoria do Deepening Insolvency no Brasil. São Paulo. Editora Quartier Latin, 2008, pág. 177/187. Nos EUA uma decisão sempre muito citada sobre este tema é *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.*, podendo ser destacada a posição da Corte de Delaware que não reconheceu, no caso em tela, a previsão legal que obrigaria o administrador confessar a falência da companhia: *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L. L. P.*, 906 A. 2d 168, 204 (Del. CH. 2006). Esta decisão pode ser consultada no próprio site da Corte de Delaware. Observe-se que a Lei Espanhola de Falências – Ley 22/2003, recentemente modificada pelo Real Decreto-Ley 03 de 27 de marzo de 2009, no artigo 5º impõe ao devedor a confissão de sua falência e, caso não a solicite, sua falência será considerada culposa, conforme artigos 164 e 165. No Brasil, entendemos que há possibilidade de sanção do devedor que deixar de requerer sua falência, com base nos artigos 105 c/c 82 da Lei de Falências.

informações e detalhes que sejam importantes para formar seu convencimento sobre o negócio jurídico que será realizado. Ele deve, quando achar conveniente, buscar estas informações através de técnicos ou especialistas, considerando responsabilidade que poderá advir da celebração dos negócios da companhia.

Dentro deste contexto, o administrador tem a obrigação de checar as informações que lhe são passadas, sob pena de não ser considerado diligente. Este dever de investigação não é tão rigoroso a ponto de exigir que todos os contratos e demais documento sejam objetos de análise profunda, mas é preciso salientar que toda vez que notar um sinal de alerta surgirá a obrigação de investigar.

O dever de diligência, por fim, também representa, por conseqüência, o de vigiar, já que seria omissos o administrador que não está atento aos negócios da companhia e como seus funcionários estão agindo no exercício de suas funções. Em suma o administrador não pode se alienar do processo decisório e da própria companhia.

No que se refere ao dever de realizar a função social da companhia, nos termos do artigo 154 da LSA, esta obrigação deverá ser compreendida à luz do artigo 116, § único da LSA, já que há um tríplice interesse institucional que obrigatoriamente terá que ser atendido pelo administrador: a administração deverá ser exercida com o objetivo de atender os interesses dos sócios, dos empregados e da comunidade. O respeito a estes interesses significará o atendimento do objetivo social da companhia. A administração não pode ser exercida para fins particulares dos administradores, mas sim, para realização desta função social. Toda vez que houver um desvirtuamento desta obrigação, o administrador poderá ser responsabilizado.

Com relação ao dever de lealdade, o administrador não poderá se beneficiar da posição que ocupa para explorar uma oportunidade comercial, ainda que

não haja prejuízo para a companhia. A CVM entende que as oportunidades negociais pertencem à companhia e não ao administrador ou ao sócio controlador, como já tivemos oportunidade de salientar, citando o PAS 1815/2008.

Neste sentido, é comum analisar tal questão a partir das seguintes premissas: (i) Interesse ou expectativa: significa que a oportunidade comercial pertence à sociedade, sendo certo que o administrador deverá demonstrar que não havia interesse da companhia em explorá-la; (ii) Linha de negócios: presume-se a expectativa da companhia ou seu interesse, quando a oportunidade negocial estiver relacionada com a atividade explorada pela companhia; (iii) Honestidade: cabe ao administrador demonstrar que a sociedade não teria interesse na exploração daquela oportunidade negocial ou que não estaria relacionada com sua atividade.

O administrador não poderá se valer de uma informação relevante e que ainda não tenha sido divulgada ao público para negociar valores mobiliários, sob pena de responder por criminalmente (*insider trading*), administrativamente e civilmente. O tema será abordado especificamente, portanto, fica apenas o registro que a prática do *insider trading* representará a possibilidade do administrador ser responsabilizado, por violação ao seu dever de lealdade.

Ademais, estes não deverão intervir em qualquer operação envolvendo a sociedade quando houver interesse conflitante com o da companhia, bem como não poderá tomar parte em deliberações neste cenário, devendo comunicar seu impedimento, constando em ata a informação, conforme artigo 156 da LSA. Mesmo diante da norma do caput, que parece afastar por completo a possibilidade do administrador agir quando houver conflito de interesses, o parágrafo primeiro admite a contratação se for de acordo com as condições de mercado, ou seja, nas mesmas

condições em que contrataria com terceiros. Se não for com base nesta exceção, violando o dever fiduciário contido no artigo 156 da LSA, o negócio poderá ser anulado e o administrador terá que devolver para a companhia as vantagens que tenha auferido com o negócio.

Por fim, convém notar que o administrador de companhia aberta terá o dever de informar sua participação acionária, opções de compra e debêntures conversíveis em ações que possua no momento de sua posse. Deverá, também, comunicar qualquer modificação neste cenário, sob pena de responsabilidade.

#### **2.5.10.4 NATUREZA DA RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES**

Quanto à natureza da responsabilidade do administrador, com base no artigo 158 da LSA, J. E. Tavares Borba<sup>186</sup> entende que o administrador deve responder subjetivamente na hipótese do inciso I do artigo 158 da LSA, por se tratar de responsabilidade advinda de uma ação realizada dentro de suas atribuições estatutárias, mas que acabou resultando em prejuízo à sociedade. Neste caso, é sociedade que deverá comprovar que o administrador agiu com dolo ou culpa.

No entanto, se a hipótese estiver subsumida no contexto do inciso II do artigo 158 da LSA, a responsabilidade continuará sendo subjetiva, mas com inversão no ônus da prova em favor da sociedade. Corroboramos o entendimento manifestado por Tavares Borba, que é aceito pela doutrina majoritária.

---

<sup>186</sup> BORBA, J. E. Tavares. Direito Societário. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 8ª Edição, pág. 424. Fábio Ulhoa Coelho entende que a responsabilidade será sempre subjetiva, com a prova do dolo ou da culpa sendo atribuída ao autor da ação, conforme: COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. Direito de Empresa. São Paulo: Editora Saraiva, 2008, Vol. 2, pág. 252. O autor ainda faz referência à posição de Modesto Carvalhosa, no sentido de considerá-la como sendo de natureza objetiva. Predomina o entendimento de que a hipótese do inciso II do artigo 158 da LSA encerra uma responsabilidade subjetiva com inversão do ônus da prova.

### **2.5.10.5 A AÇÃO DE RESPONSABILIDADE**

A competência para decidir acerca da propositura da ação em face do administrador é da assembléia geral, conforme artigo 159 da LSA<sup>187</sup>. Assim, se autorizado o ajuizamento da ação, a companhia terá três meses para fazê-lo e, na sua omissão, qualquer acionista poderá ingressar em juízo com a demanda, na qualidade de substituto processual, defendendo em nome próprio direito alheio. O resultado obtido com a ação será revertido em favor da companhia.

Se a assembléia decidir que não deverá ser proposta a ação, acionistas que representem no mínimo 5% do capital social poderão ingressar com a demanda, na qualidade de substituto processual, defendendo em nome próprio direito alheio. O resultado da demanda deverá ser revertido em favor da companhia.

Observe-se, contudo, que mesmo sendo a responsabilidade dos administradores solidária, isso não significa a necessidade da formação de um litisconsórcio passivo entre estes, pois cada um deles responderá individualmente e não há obrigação de julgamento uniforme para cada um dos integrantes da administração<sup>188</sup>.

Cumprе ressaltar que a ação descrita no artigo 159, §7º da LSA deve ser proposta pelo próprio acionista que se sinta prejudicado pela atuação do administrador e tem como pressuposto a prova do dano direto ao autor da ação. Muitas vezes, o dano será reflexo ou indireto e, nessa hipótese, o acionista individualmente não terá legitimidade. Por isso, se os danos narrados na inicial não foram diretamente causados aos acionistas minoritários, não detém eles legitimidade ativa para a propositura de ação

---

<sup>187</sup> REsp 157.579/RS.

<sup>188</sup> Neste sentido: TJRJ – Agravo Regimental no Agravo de Instrumento n.º: 2008.002.24452

individual com base no art. 159, § 7º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>189</sup>. Neste sentido, a prática do insider trading permite a propositura da ação individual do artigo 159, § 7º, da LSA, assim como houver a preterição do direito do acionista votar em uma assembléia, pois acarretam danos diretos aos acionistas.

O artigo 159, §6º da LSA autoriza o magistrado a excluir a responsabilidade do administrador, quando este agir de boa-fé e no interesse da companhia, adotando-se a teoria do Business Judgment Rule no Brasil, cujo tema será analisado em tema específico, a seguir.

#### **2.5.10.6 BUSINESS JUDGMENT RULE**

Como se observou, os administradores poderão ser responsabilizados pela companhia ou por acionistas sempre que o exercício do cargo representar um prejuízo para estes, na forma dos artigos 158 e 159 da LSA. No entanto, é preciso chamar a atenção para o fato de que estes administradores não devem ser responsabilizados pelos atos decisórios emanados com boa-fé objetiva, sempre que a decisão tiver sido informada, refletida e desinteressada. A teoria da *Business Judgment Rule* protege o administrador que tenha tomado suas decisões dentro deste contexto.

É muito importante que o administrador saiba que suas decisões não serão revistas pela CVM ou pelo Poder Judiciário, quando tiverem sido informadas, refletidas e desinteressadas, sempre que forem tomadas com a boa-fé objetiva necessária. Esta circunstância representa um ganho de eficiência para a própria companhia, pois seria muito difícil incentivar administradores a se arrisquem ou serem

---

<sup>189</sup> REsp 1014496/SC.

criativos, se houvesse a possibilidade destes sofrerem com uma ação de responsabilidade civil.

Além do ganho de eficiência, sabe-se que a CVM e o Poder Judiciário não possuem a mesma capacidade técnica do administrador para analisarem os efeitos da decisão sindicada.

Note-se, ainda, que o administrador possui um tempo de decisão muitas vezes diminuto, não sendo adequado revisar tal opção do administrador durante um procedimento administrativo ou judicial porque não será possível reviver aquele momento no tocante ao aspecto temporal e não há como repetir todas as circunstâncias que envolviam aquela decisão, razão pela qual dificilmente será possível reviver todos os esses elementos com as mesmas condições de informações e no mesmo tempo. Há um reconhecimento no sentido de que os administradores tomam suas decisões com base em uma quantidade limitada e imperfeita de informações, sem que possam prever o futuro.

Existe um consenso no sentido de que esta decisão somente estará amparada quando o administrador estiver de boa-fé e não tiver agido sem observar seus deveres fiduciários. Assim, por exemplo, se o administrador tiver sido desleal, a sua responsabilidade será reconhecida e a regra da decisão negocial ou teoria da *Business Judgment Rule* não poderá ser aplicada.

Não se deve responsabilizar o administrador, portanto, quando reconhecida a sua boa-fé e estiver comprovado que o mesmo não violou seus deveres fiduciários. Se assim não fosse, admitindo-se a revisão de sua decisão tendo a possibilidade de reunir mais informações e tempo, certamente ocorreria uma diminuição do incentivo para que os administradores tomem decisões que envolvam mais riscos,

por conta da possível responsabilidade civil. Por consequência, as companhias perderiam eficiência e competitividade para atrair administradores capacitados, os quais ficariam receosos de empregarem no negócio suas habilidades técnicas.

No Brasil, esta blindagem encontra respaldo em decisões emanadas pela Comissão de Valores Mobiliários, sendo certo que a referida agência reguladora procura dar concretude ao dever de diligência dos administradores, reunindo critérios para deixar de responsabilizá-los por seus atos com base na teoria da *Business Judgment Rule*.

O Processo Administrativo Sancionador n.º021/2004 nos oferece uma orientação sobre a correta aplicação da regra da decisão negocial ou *Business Judgment Rule* pela Comissão de Valores Mobiliários. A leitura desta decisão revela uma premissa no sentido de que o administrador deverá ter liberdade para tomar as decisões que irão orientar a sociedade. Além disso, concluiu-se que nem a agência reguladora e nem o Poder Judiciário poderão se substituir às escolhas negociais realizadas pelos administradores.

Desse modo, o chamado mérito da decisão negocial não poderia ser sindicado pela CVM ou pelo próprio Poder Judiciário, já que estes não possuem capacidade técnica e formação necessária para avaliar o acerto ou o equívoco das decisões tomadas por quem está à frente dos negócios<sup>190</sup>.

---

<sup>190</sup> Conforme SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, pág.192: (...) *a business judgment rule evita que os tribunais se envolvam em complicados processos de tomada de decisão - tarefa que eles não estão devidamente equipados para executá-la. Os administradores são, na maioria dos casos, mais qualificados para tomada de decisão que os juízes (...)*”

No mencionado precedente administrativo da Comissão de Valores Mobiliários são apresentados critérios para aplicação da regra da decisão negocial. Entendemos ser oportuno transcrevê-los:

“(…) (i) se ao administrador for imputado apenas descumprimento do dever de diligência, a CVM não pode entrar no mérito da decisão negocial<sup>6</sup> (Inquérito Administrativo 09/03<sup>7</sup>, julgado em 25.01.06, Processo 2005/8542, julgado em 29.08.06<sup>8</sup>, que, embora trate de administração de fundos de investimento, analisa situação similar, Processo 2005/1443<sup>9</sup>, julgado em 10.05.06, Processo 2005/0097<sup>10</sup>, julgado em 15.03.07, Processo 2004/5392<sup>11</sup>, julgado em 29.08.06, Processo 2004/3098, julgado em 25.01.05<sup>12</sup>, Inquérito Administrativo 03/02<sup>13</sup>, julgado em 12.02.04)<sup>14</sup>; (ii) não há violação ao dever de diligência, quando o administrador toma (ou deixa de tomar) uma decisão, se sua decisão é informada, refletida e desinteressada (Processos 2005/1443<sup>15</sup> e 2005/0097<sup>16</sup>, já citados); (iii) quando a decisão não for desinteressada, aplicam-se as regras do dever de lealdade (arts. 154 e 155), a partir das quais é possível analisar o mérito da decisão negocial (em outras palavras, o ônus da prova da legitimidade e justeza do ato passa a ser de quem agiu sem observância do dever de lealdade) (Processo 2005/1443<sup>17</sup>, já citado, esse mesmo conceito foi aplicado no Processo Administrativo Não Sancionador RJ2003/12770<sup>18</sup>, decidido em 26.12.03); (iv) o administrador não pode alegar falta de competência ou conhecimento técnico (Processo 2005/1443<sup>19</sup>, já citado); (v) o administrador não pode alienar-se do processo decisório (Processo 2005/8542<sup>20</sup>, já citado); e (vi) decisões tomadas sem boa-fé, ou com o intuito de fraudar a companhia ou os investidores não estão protegidas pela regra da decisão negocial - item "i" acima (Processo 2005/1443<sup>21</sup> e Inquérito Administrativo 03/02<sup>22</sup>, já citados – este último sob ângulo contrário: se está em boa-fé, está protegido)(…)”

Pedro Oliva Marcílio de Souza, relator deste processo administrativo sancionador, em seu voto, destacou que a referida agência e o Judiciário não deverão rever uma decisão tomada pelo administrador que não tenha sido desleal ou que tenha agido com boa-fé. O mencionado Diretor da CVM afirmou, também, a importância da

blindagem do administrador para que seja garantida a eficiência administrativa, como se pode observar em mais um trecho transcrito do PAS 021/2004 - CVM:

“(…) 61. Como se pode ver, a revisão da diligência de um administrador, quando não há falta de dever de lealdade, é, essencialmente, uma revisão sobre o processo de tomada de decisão. As razões para assim ser são, dentre outras, as seguintes (muitas das quais mencionadas nos próprios precedentes da CVM):(i) ausência de capacitação técnica dos agentes da administração pública (e do Poder Judiciário) para se substituírem aos administradores na tomada de decisões negociais; (ii) reconhecimento de que (a) as decisões dos administradores são tomadas com uma quantidade limitada e imperfeita de informações, inclusive com relação ao desenvolvimento futuro dos fatos e às informações não conhecidas ao tempo da tomada da decisão negocial, e (b) o tempo dos administradores é limitado e deve ser por ele alocado para a tomada de diferentes decisões, com isso, a revisão posterior dos atos tomados sob essas condições é sempre feita a partir de uma quantidade não similar de tempo; (iii) a revisão posterior, com base em mais informações e mais tempo, diminui o incentivo para que os administradores tomem decisões que envolvam riscos, em razão da possibilidade de responsabilização pessoal; e (iv) as companhias abertas perderão competitividade para atrair administradores capacitados, em razão da possibilidade de responsabilização pessoal, a ser decidida com base em um conjunto de informações e sob situação diversa da que estarão submetidos quando tomarem suas decisões. 61. Todas essas razões levariam a uma menor eficiência das companhias abertas e, conseqüentemente, do mercado de valores mobiliários, o que faria com que fosse frustrada a finalidade legal de estímulo do mercado de valores mobiliários atribuída à atuação da CVM (art. 4º, I e II da Lei 6.385/76).

O Processo Sancionador Administrativo n.º: 021/2004 da Comissão de Valores Mobiliários, utilizado como paradigma, também destacou a sintonia da decisão unânime tomada pela aludida agência reguladora em relação à jurisprudência e à doutrina norte-americana:

“(…) 63. O posicionamento e os fundamentos utilizados pela CVM para a apuração da violação ao dever de

diligência estão em linha com o posicionamento da jurisprudência e da doutrina americana. Algumas decisões norte-americanas são inclusive citadas nas decisões da CVM (ver Inquérito Administrativo 03/02 e Processo 2005/1443, já citados). Aqui, creio ser interessante, ainda, transcrever uma história utilizada pelo Prof. Bernard Black para justificar o tratamento conferido ao dever de diligência: *"Minha história favorita, quando eu explico a regra da decisão negocial em países em transição, nos quais advogados e reguladores normalmente acreditam que os administradores de companhias devem ser responsabilizados por más decisões, é assim. Imagine uma companhia cuja decisão estratégica inclua, neste ano, o gasto de 10 bilhões de dólares para construir várias novas fábricas, para vender produtos que eles ainda não desenvolveram, para consumidores que eles ainda não tem. A estratégia terá sucesso apenas se o mercado crescer 30% neste ano, e seus engenheiros resolverem múltiplas dificuldades técnicas e transformarem seus planos para novos produtos em novos produtos de verdade que possam ser produzidos em massa e em tempo. Se a companhia tiver sucesso, eles vão fazer o mesmo no ano seguinte, só que em escala maior. Se eles fracassarem, as fábricas vão ficar subutilizadas e os equipamentos nas fábricas ficarão obsoletos em cinco anos. O diretor presidente da companhia foi citado na imprensa financeira, onde ele descreve essa estratégia (parafraseando minimamente) como dirigir um carro a 150 quilômetros por hora, em uma estrada montanhosa sinuosa, no escuro, com as luzes desligadas, tentando não bater. Essa estratégia é certeza de um acidente, cedo ou tarde. Os administradores apenas não sabem quando. Quando o acidente ocorrer, será que nós queremos um juiz [ou a CVM] olhando essa estratégia e a explicação do diretor presidente, e responsabilizando os administradores pelos danos? Se formos considerar os administradores responsáveis por negligência, esse parece ser um caso claro para fazer isso. Ou será que nós queremos autorizar os administradores a tomarem riscos selvagens, com a esperança de que alcancem sucesso selvagem? A regra da decisão negocial permite que administradores tomem riscos, mesmo riscos selvagens. Tem um detalhe nessa história. A companhia é a Intel, que é uma das mais bem sucedidas companhias do mundo. O diretor presidente que descreveu a sua estratégia de negócios como dirigir em alta velocidade montanha abaixo no escuro é Andrew Grove. Intel, de fato, saiu da estrada no ano passado. Isso era, afinal, apenas uma questão de quando eles iriam errar uma curva, e não se. Mas Intel é, ainda, uma companhia grande e bem sucedida e os investidores de longo prazo*

*estão muito satisfeitos com seus investimentos. Eu acredito que juízes não deveriam penalizar administradores que façam erros honestos. Os ganhos obtidos mediante a revisão posterior de decisões dos administradores quando os seus resultados já são conhecidos são muito pequenos, e os custos de esfriar o ‘apetite para tomada de risco’ são muito grandes. Por isso, eu apoio a abstenção judicial quando administradores não estão diante de conflito de interesses, junto com uma forte responsabilização quando os administradores fazem operações consigo próprio – self dealing transactions. Essa abstenção está refletida na regra da decisão negocial" (The Core Fiduciary Duties of Outside Directors in Asia Business Law Review 3-16, pgs. 16 e 17. Tradução Livre).*

Como muito bem lembrado pelo Diretor da CVM Pedro Oliva Marcilio de Sousa, a teoria da *Business Judgment Rule* ou regra da decisão negocial é largamente aplicada nos Estados Unidos da América<sup>191</sup>, sendo citado com bastante frequência o precedente da Suprema Corte de Delaware no caso “Walt Disney”<sup>192</sup>.

A teoria da *Business Judgment Rule* é sempre utilizada com o propósito de proteger o administrador diligente e que tenha agido de boa-fé, mesmo que a decisão

---

<sup>191</sup> Neste sentido, a lição de Larry E. Ribstein (University of Illinois College of Law) e Kelli A. Alces (Florida State University - College of Law), in *Directors' Duties in Failing Firms: Directors' duty of care is subject to the business judgment rule. This rule recognizes that courts are not business experts, and therefore cannot easily determine whether a bad result was due to mismanagement. Also, excessive liability might deter fiduciaries from making beneficial but risky decisions. Shareholders, particularly of publicly traded corporations, want managers to take risks because the shareholders ordinarily protect themselves from firm-specific risk by holding diversified portfolios. But liability could cause managers to shy away from these decisions because, while shareholders would capture most of the gain, the managers would bear the risk. The business judgment rule accordingly gives a lot of discretion to managers. For example, the ALI Code provides that courts cannot impose liability for an informed and disinterested director decision that the director “rationally believes . . . is in the best interests of the corporation.” In other words, the director need not act “reasonably.” Indeed, the decision is insulated from review even if the court concludes in hindsight that it was irrational as long as, at the time of the decision, the director “rationally believes” it was in the corporation’s best interests.* Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=800074>>, acesso em 20 de junho de 2009, às 22:50horas.

<sup>192</sup> O caso Walt Disney envolveu a contratação e a posterior demissão do seu diretor operacional, Michael Ovitz, com uma indenização da pouco mais de US\$ 140 milhões. Para consulta, vide: In re Walt Disney Derivative Litigation, Case No. 411, 2005 (Del. June 8, 2006). Recomendamos a leitura da decisão em sua íntegra, estando disponível em: <[http://courts.delaware.gov/Opinions/\(tlb5x345q3mgi5mhy1vsfhj0\)/download.aspx?ID=64510](http://courts.delaware.gov/Opinions/(tlb5x345q3mgi5mhy1vsfhj0)/download.aspx?ID=64510)>, acesso em 24 de julho de 2009, às 03:52horas.

tenha sido arriscada<sup>193</sup>. Ela pode ser definida como uma teoria que visa a proteger os administradores de boa-fé, presumindo a ausência de responsabilidade destes pelas decisões negociais, quando estas forem informadas, refletidas e desinteressadas, excluindo-se sua aplicação para aqueles casos em que ficar demonstrado que o administrador tenha agido de má-fé, tiver sido negligente, houver indícios de fraude ou conflito de interesses (*self-dealing*).

Outra decisão que obteve bastante repercussão neste cenário envolveu o time de beisebol do Chicago Cubs. Na década de 60, o time atravessava uma fase muito ruim nos campeonatos nacionais, enquanto o Chicago White Sox, seu maior rival, desfrutava de uma das melhores campanhas da história do beisebol<sup>194</sup>.

Acionistas minoritários pretenderam responsabilizar o administrador, pela má administração que não só trazia reflexos para o seu desempenho no campeonato, mas principalmente perdas financeiras. Os autores entendiam que esta situação iria perdurar até que fossem instalados refletores no estádio do Cubs. O administrador, que também é o acionista majoritário, defendia a idéia de que o beisebol seria um jogo diurno e a instalação dos refletores poderia causar prejuízos aos vizinhos

---

<sup>193</sup> Conforme SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, pág. 142 e 192: *...a regra da business judgment rule busca evitar que pessoas capazes fiquem com receio de administrar uma companhia, sabendo que poderão colocar em risco ou até perder todo seu patrimônio pessoal quando assumirem qualquer risco, mesmo que inerente à atividade da companhia (...) a regra do business judgment rule reconhece que os atos dos administradores, por si sós, representam um risco e incerteza, por isso encoraja os administradores a se engajarem em atividade que tem potencial para ótimos retornos mas com alguns riscos. Os administradores tem de ter discricionariedade para entrar em novos mercados, desenvolver novos produtos, inovar e assumir outros riscos. Comumente citado, “os fundadores da McDonald’s Corporation, que investiram US\$ 3 milhões na patente de uma nova técnica de fabricar hambúrguer, nunca teriam tomado essa decisão lucrativa...”*

<sup>194</sup> Confira-se: “...Shlensky attributes the Cubs operating loss in the years 1961 to 1965 to inadequate attendance and concludes their financial condition will continue to deteriorate unless they install lights at Wrigley Field. During those same years the Cubs had the fifth worst win-loss record in the league and the White Sox had the fifth best...” disponível em: <http://law.vanderbilt.edu/faculty/thompson/corpcasebook/shlensky.htm>>, acesso em 28/09/2009, às 20:00horas.

do estádio<sup>195</sup>. Abaixo, pode ser conferida a imagem do estádio, inclusive sem os refletores, que somente foram instalados em 1988, quando foi realizado o primeiro jogo noturno na casa dos Cubs, em 08/08/1988<sup>196</sup>:



Imagem do Wrigley Stadium à época dos fatos

---

<sup>195</sup> “...The business judgment rule exonerates the board even if it arguably acts in nonshareholders’ interests. For example, *Shlensky v. Wrigley* dismissed minority shareholders’ complaint against a majority shareholder for mismanagement based on defendant’s failure to install lights in the firm’s baseball stadium, despite the fact that every other major league team allegedly had done so. The majority shareholder had said “that baseball is a ‘daytime sport’ and that the installation of lights and night baseball games will have a deteriorating effect upon the surrounding neighborhood.”...The same standard obviously would apply if the plaintiff had claimed that the board acted on behalf of creditors rather than customers or the sport of baseball. In Ribstein, Larry E. and Alces, Kelli A., Directors’ Duties in Failing Firms. Journal of Business and Technology Law, Forthcoming; FSU College of Law, Public Law Research Paper No. 234; U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE06-004. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=880074>, acesso em 20/10/2009, às 20:00horas.

<sup>196</sup> Confira-se em: <http://law.vanderbilt.edu/faculty/thompson/corpcasebook/shlensky.htm>> acesso 20/08/2009, às 20:15horas.



O estádio do Chicago Cubs sem os refletores

A Corte de Apelação de Illinois rejeitou a argumentação dos minoritários, julgando improcedente o pedido, considerando que a Corte não poderia avaliar se estava correta ou não a decisão de não instalar os refletores, por ausência de competência e capacidade para tanto, mas o caso concreto não tinha revelado que aquela decisão havia sido fraudulenta, ilegal ou tomada com base em um conflito de interesses. :

“[W]e are not satisfied that the motives assigned to Philip K. Wrigley, and through him to the other directors, are contrary to the best interests of the corporation and the stockholders. For example, it appears to us that the effect on the surrounding neighborhood might well be considered by a director who was considering the patrons who would or would not attend the games if the park were in a poor neighborhood. Furthermore, the long run interest of the corporation in its property value at Wrigley Field might demand all efforts to keep the neighborhood from deteriorating. By these thoughts we do not mean to say that we have decided that the decision of the directors was a correct one. That is beyond our jurisdiction and ability. We are merely saying that the decision is one properly before directors and the motives alleged in the amended complaint showed no fraud, illegality or conflict of interest in their making of that decision.”

O “Caso Smith v. Van Gorkom”<sup>197</sup> se tornou célebre na jurisprudência norte-americana pelo fato da Suprema Corte de Delaware ter afastado a aplicação da *Business Judgment Rule*<sup>198</sup>, considerando ter sido identificada uma “negligência indesculpável”<sup>199</sup> dos administradores, o que seria incompatível com o dever de diligência e boa-fé. A importância desta decisão também é revelada por ter sido proferida pela Suprema Corte de Delaware, que é referência em litígios societários. O Tribunal entendeu que os administradores não se informaram adequadamente em relação à venda da Trans Union Corporation, por US\$ 55 por ação, para uma companhia controlada por Jay Pritzker. A Corte de Delaware definiu que houve uma negligência indesculpável por parte dos administradores, o que ensejaria o afastamento da regra da Business Judgment.

No caso concreto, verificou-se que o CEO – Chief Executive Officer – da Trans Union, Jerome Van Gorkon, convocou uma reunião do conselho de administração (board of directors) numa sexta-feira para o dia seguinte, sem comunicar aos conselheiros acerca da pauta da reunião extraordinária. Jerome Van Gorkom, após pouco mais de 20 minutos de exposição sobre a necessidade de ser aceita uma proposta de venda de ações pelo valor de US\$ 55 cada, diante dos problemas tributários que envolviam a companhia, conseguiu convencer os administradores a aceitar a proposta, os quais levaram apenas duas horas para admiti-la, sem que tivessem avaliado e investigado se o valor seria realmente justo. A Suprema Corte acabou por fixar uma indenização que resultou no pagamento de pouco mais de US\$ 22 milhões.

---

<sup>197</sup> Smith v. Gorkom, 488 A. 2d 858 (Del 1985).

<sup>198</sup> Bainbridge, Stephen M., Smith v. Van Gorkom(May 2008). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-13. Disponível em <SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1130972>>, acesso em 23 de julho de 2009, às 21:47horas.

<sup>199</sup> Consulte SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, pág. 152: ...*A Suprema Corte de Delaware decidiu que a business judgment rule não poderia ser aplicada para proteger os administradores da Trans Union, uma vez que estes tinham agido com Gross negligence...*”

É importante considerar que o artigo 159, §6º, da LSA permite que o magistrado exclua a responsabilidade do administrador sempre que estiver de boa-fé e tenha agido em benefício da companhia, atendendo aos interesses da sociedade. Tal disposição nos faz crer que o legislador brasileiro pretendeu adotar a regra da decisão negocial em nosso sistema.

#### **2.5.10.7 – INSIDER TRADING**

O chamado *insider trading*, previsto no artigo 155, §§ 1º e 4º, da LSA e Instruções Normativas 358 e 369 da CVM, se caracteriza pelo uso de uma informação relevante que ainda não tenha sido divulgada, para auferir vantagem no mercado de capitais através da negociação de valores mobiliários. A informação é considerada relevante quando tenha a capacidade de influenciar a cotação dos valores mobiliários.

Nesse sentido, imagine-se que esteja sendo negociada, sigilosamente, uma operação de aquisição hostil envolvendo as duas maiores produtoras de gêneros alimentícios em nosso país. Obviamente que essa informação, quando for divulgada ao público através de um fato relevante, certamente irá provocar uma oscilação na cotação dos valores mobiliários de cada uma das companhias envolvidas. Todos aqueles que estejam relacionados, direta ou indiretamente, com a operação não poderão negociar estes valores mobiliários, bem como aqueles que tenham tido acesso à informação nos termos do § 4º, do artigo 155 da LSA.

É importante que seja reprimida a prática ilegal conhecida por *insider trading*, pois representa uma grave anomalia do sistema de mercado de capitais, que

somente contribuiu para afugentar investidores e impedir seu desenvolvimento. De acordo com Nelson Eizirik<sup>200</sup>:

*“...a teoria econômica indica que o mercado é eficiente quando o preço das ações reflete, de forma virtual e instantânea, todas as informações disponíveis sobre as empresas cujos títulos são negociados...o ideal, então, é que a cotação das ações reflita, apenas, todas as informações publicamente disponíveis, de um dado momento...”*

O perfeito funcionamento do mercado de capitais depende da eliminação do insider trading, mas a extirpação desta anomalia é muito difícil diante do próprio crescimento do mercado de capitais e as variadas formas de disseminação da informação em descumprimento das normas legais. De qualquer maneira, a CVM tem demonstrado uma capacidade mais ampla de repressão, com o aumento de sua aparelhagem técnica e humana, bem como a estruturação de parcerias, inclusive com o Ministério Público Federal para uma atuação em conjunto.

Vale citar como exemplo o caso Sadia Vs. Perdigão<sup>201</sup>. Em meados de 2006 a Sadia estruturou uma oferta hostil para adquirir o controle da companhia alvo, na forma do artigo 257 da LSA. Ocorre que, segundo a SEC – Securities and Exchange Commission -, órgão regulador do mercado de capitais dos Estados Unidos da América, o então Diretor Financeiro e de Relação com Investidores da Sadia, Luiz Gonzaga Murat Júnior havia adquirido, através das informações sigilosas que detinha em razão da posição que ocupava na Sadia, recibo de ações – ADS: American Depositary Shares - da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova York<sup>202</sup>, tendo sido flagrado em uma

---

<sup>200</sup> EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e Responsabilidade do Administrador de Companhia Aberta. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n.º: 50, 1983.

<sup>201</sup> Confira-se: <<http://noticias.uol.com.br/economia/ultnot/valor/2007/02/23/ult1913u65111.jhtm>> acesso em 10/09/2009, às 20:05horas.

<sup>202</sup> De acordo com a ação movida em face de Murat Júnior: “...Luiz Gonzaga Murat Júnior engaged in insider trading in American Depositary Shares (“ADSs”) of Perdigão S.A. (“Perdigão”) on the basis of material, nonpublic information concerning a tender offer for Perdigão that Sadia S.A. (“Sadia”) – the

operação de *insider trading*. Luiz Gonzaga Murat Júnior acabou celebrando um acordo com a SEC, pondo fim ao procedimento<sup>203</sup>. E ele não foi o único a praticar o *insider trading* neste caso, pois um membro do conselho de administração da Sadia<sup>204</sup> e um funcionário do time de fusões e aquisições do Banco Real Amro Bank também resolveu adquirir ADS da Perdigão no mercado norte-americano, mas também foi identificado pela SEC e, da mesma forma, transformou-se em réu em uma ação movida pela referida agência reguladora<sup>205</sup>, tendo firmado, em seguida, um acordo com a agência.

Luiz Gonzaga Murat Júnior também foi condenado na Comissão de Valores Mobiliários, conforme Processo Administrativo Sancionador n.º: 118/2007 e

---

company at which he served as Chief Financial Officer and Director of Investor Relations – publicly announced on July 16, 2006 and subsequently revoked on July 21, 2006. In so doing, Murat misappropriated information in breach of the duty of trust and confidence he owed to Sadia...”. A íntegra da ação movida pela Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos pode ser encontrada em: <<http://www.sec.gov/litigation/complaints/2007/comp20013lgmj.pdf>>, acesso em 10/09/2009, às 22:05horas.

<sup>203</sup> No referido acordo, Luiz Gonzaga Murat Júnior não admitiu e tampouco negou os fatos, mas assumiu a obrigação de pagar uma multa e de se afastar da administração de uma companhia aberta pelo prazo de 05 anos: “...Without admitting or denying the allegations in the respective complaints, both defendants have agreed to settle the Commission's charges by consenting to the entry of final judgments that would permanently enjoin them from further violations of Sections 10(b) and 14(e) of the Securities Exchange Act of 1934, and Rules 10b-5 and 14e-3 thereunder. The final judgment against Murat also would (i) bar him for a period of five years from serving as an officer or director of a publicly traded company, (ii) require him to pay \$184,028.12 in disgorgement and prejudgment interest, and (iii) order him to pay a civil penalty of \$180,404. The final judgment against Azevedo also would (i) require him to pay \$68,215.45 in disgorgement and prejudgment interest, and (ii) require him to pay a civil penalty of \$67,165. Azevedo has also consented to the Commission's entry of an order, following the Court's anticipated entry of an injunction against him, which would bar him pursuant to Section 15(b)(6) of the Exchange Act from association with a broker or dealer, with a right to reapply after three years...”

<sup>204</sup> Veja a nota da Sadia sobre o acordo celebrado em: <[http://ri.sadia.com.br/ptb/357/Celebra%E7%E3o%20de%20Acordo%20SEC%2023\\_02\\_07.pdf](http://ri.sadia.com.br/ptb/357/Celebra%E7%E3o%20de%20Acordo%20SEC%2023_02_07.pdf)> acesso em 20/10/2008, às 14:00horas.

<sup>205</sup> De acordo com a ação movida pela SEC, Alexandre Ponzio teria praticado o *insider trading*: “...On June 20, 2006, Alexandre Ponzio De Azevedo engaged in *insider trading* by purchasing 14,000 American Depositary Shares (“ADSs”) of Perdigão S.A. (“Perdigão”) on the basis of material, nonpublic information that Sadia S.A. (“Sadia”) was planning to launch a tender offer for Perdigão. In so doing, Azevedo misappropriated this information, which had been entrusted to him in confidence through his employment with Banco ABN AMRO Real S.A. (“ABN AMRO”), which was in negotiations to provide financing to Sadia to cover the cost of the tender offer...”Confira-se: <<http://www.sec.gov/litigation/complaints/2007/comp20013apda.pdf>> acesso em 20/08/2009, às 15:30horas.

responde, juntamente com os outros dois envolvidos, pelo crime de *insider trading* previsto no artigo 27-D da Lei 6.385/1976<sup>206</sup>.

Com certeza, uma das grandes mazelas do mercado de capitais consiste na prática do *insider trading*, pois não prejudica apenas os investidores envolvidos nas transações, mas repercute em todo o mercado, trazendo insegurança e desconfiança, ou seja, faz com que o mercado seja visto como uma opção de investimento de alto risco, não só pela própria característica de investimento, mas também pela prática destas condutas criminosas. O mercado e capitais é regido por um princípio básico que o fomenta, qual seja, a confiança legítima do investidor na segurança do ambiente de negócios de valores mobiliários, sendo certo que a tutela deste mercado é, necessariamente, uma proteção pertinente aos denominados direitos coletivos ou transindividuais. Neste sentido, a lição de José Marcelo Martins Proença<sup>207</sup>:

*“...Os interesses dos acionistas ultrapassam a órbita individual de cada um. A plena informação, o combate ao insider trading, a fiscalização das sociedades corretoras de valores mobiliários, enfim, o harmonioso funcionamento do mercado de capitais, antes de ser interesse de cada um dos investidores, é interesse de todos os agentes que nele operam e, até de quem pode vir a operar. Assim, o tratamento legal que se deve dar a essa classe de indivíduos deve ser consentâneo com as atuais contribuições doutrinárias relativas aos interesses difusos, coletivos e individuais homogêneos...”*

Vale recordar que os administradores de uma sociedade de economia mista ou empresa pública que sejam companhias abertas poderão ser responsabilizados pelos danos causados aos demais acionistas (na sociedade economia mista) ou ao

---

<sup>206</sup>Disponível em: <<http://noticias.pgr.mpf.gov.br/noticias-do-site/criminal/25-05-09-insider-justica-recebe-denuncia-do-mpf-sp-e-chama-acusados-a-se-defender/>> acesso em 26/09/2009, às 23:58horas. Desta notícia, vale destacar trecho da decisão de recebimento da denúncia: “...ofende, como ressalta o Ministério Público Federal, à não somente os direitos dos demais investidores, obviamente desprotegidos perante os grandes acionistas e demais detentores de informações privilegiadas, mas também prejudica, de maneira indelével, o próprio mercado, aniquilando a confiança e a lisura de suas atividades...”

<sup>207</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading. Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005, pág. 326.

mercado (na sociedade economia mista e empresa pública). Neste sentido, se um conselheiro de administração estiver envolvido em uma prática de *insider trading*, a sociedade deverá responsabilizá-lo na forma do artigo 158 da Lei de S/A. Além disso, este poderá ser responsabilizado civilmente pelos demais acionistas diretamente prejudicados, assim como poderá responder perante a Comissão de Valores Mobiliários e por crime de *insider trading* previsto no artigo 27-D da Lei 6.385/1976<sup>208</sup>.

Os administradores de uma SPE para exploração de uma PPP também poderão ser responsabilizados pelos atos praticados no exercício da administração. Se for uma companhia aberta, estarão sujeitos à fiscalização da CVM e poderão responder por eventual negociação com informações relevantes ainda não divulgadas ao público (*insider trading*).

#### **2.5.11 – TAG ALONG**

O artigo 254-A da LSA consagra o direito do acionista minoritário que tenha direito a voto de se retirar da sociedade anônima aberta, quando houver a alienação do controle da companhia. É o chamado direito ao “tag along” ou direito de retirada em conjunto com o acionista controlador que tenha alienado suas ações para um terceiro. Neste caso, o adquirente é obrigado a realizar uma oferta pública para aquisição das ações do acionista minoritário com direito a voto, de no mínimo 80% do valor pago por cada ação do controlador.

O citado artigo foi introduzido pela Lei 10.303/2001, após a realização das privatizações das companhias estatais, cuja operação resultou na alienação do poder

---

<sup>208</sup> A CVM não poderá responsabilizar o ente federativo controlador, por conta do princípio da autonomia dos entes federativos.

de controle para o setor privado. Os acionistas minoritários não tiveram o direito ao tag along, pois este acabou sendo eliminado em 1997, como mecanismo estratégico adotado pelo Poder Executivo para obtenção de um preço mais justo para suas ações.

Note-se, que pelo mencionado dispositivo o acionista minoritário somente terá direito ao tag along se tiver direito a voto, sendo certo que o valor a ser objeto da oferta passou a ser de no mínimo 80% do preço pago às ações do controlador. Entretanto, muitas companhias acabam inserindo um valor de 100% em seus estatutos e, caso esta seja a hipótese, o acionista minoritário terá direito a este último percentual. O que a lei garante é o mínimo que o acionista terá que receber. Por fim, se for companhia integrante do Novo Mercado da BMF-BOVESPA, o percentual será de 100%. No N2 – Nível diferenciado de Governança Corporativa – o tag along será de 100% para os titulares de ações ordinárias, enquanto que os preferencialistas apenas terá direito a 80% da oferta feita para as ações do controlador.

Ao estudarmos das ações preferenciais, vimos a discussão relativa à possibilidade destas participarem do *Tag Along*. De fato, nós sustentamos que os preferencialistas que tenham direito de votar também serão destinatários desta oferta pública, assim como aqueles outros que o tenham como privilégio. Nós defendemos, ainda, que os preferenciais sem direito a voto terão direito ao Tag Along, quando adquirirem o direito de votar temporário, nos termos do artigo 111, § 1º da LSA.

#### **2.5.12 – DRAG ALONG**

Embora não haja previsão legal, o acordo de acionistas poderá prever a obrigatoriedade de todos os acionistas envolvidos de venderem suas participações para

o interessado na aquisição do controle da companhia. Estes acionistas, por conta desta cláusula, terão que alienar suas participações mesmo que não desejem fazê-lo. A cláusula em referência faz aumentar o número de potenciais interessados na aquisição da companhia.

O exercício do *Drag Along* não traz benefícios para os acionistas minoritários, portanto, não é um direito destes, ao contrário do *Tag Along*. A inclusão de cláusula de *Drag Along* prevista em acordo de acionistas interessa para aqueles grupos empresariais que não estão dispostos a conviver com minoritários. Uma das vantagens desta cláusula é a possibilidade de facilitar fusões e aquisições.

### **2.5.13 – OPÇÕES DE COMPRA E VENDA**

Além dos instrumentos acima descritos, é muito comum que os sócios estipulem em acordo de acionistas ou em qualquer outro instrumento, cláusulas prevendo a opção de venda e de compra da participação societária que detêm em determinada sociedade.

As partes poderiam estipular tais cláusulas, estipulando o direito de exercerem ou não o direito de compra ou venda, segundo termos e condições mutuamente estabelecidos no contrato. A opção de venda ou “*put right*” representaria o direito do acionista de obrigar o outro sócio a comprar sua parte, sendo certo que este preço já é pré-fixado no instrumento contratual. Preenchido os requisitos, o sócio terá que adquiri-la, caso o titular da opção de venda deseje realizar este direito. De outro lado, a opção de compra ou *call right* significa o direito conferido a determinado sócio

de comprar a participação societária de outro, o qual estará obrigado a vender por preço pré-determinado.

Estas duas cláusulas, além da referente ao *Drag Along*, são instrumentos que podem ser muito interessantes para o investidor capitalista, incluindo o Fundo de Investimento de *Private Equity*, como forma de realização de desinvestimento na sociedade.

Na SPE constituída para a parceria público-privada, todos estes mecanismos deverão ser analisados à luz do princípio da supremacia do interesse público e da continuidade do serviço público, portanto, seria difícil viabilizar tais cláusulas e, até mesmo aquela referente ao *drag along*, em favor do parceiro privado, já que poderia representar uma violação aos referidos princípios administrativos. De outro lado, a princípio não vemos problema na possibilidade de serem estipulados tais direitos em favor do ente federativo que participa da PPP.

## **CAPÍTULO IV – A SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO NA LEI 11.079/2004**

### **4. FUNDAMENTOS PARA A PARCERIA DO ESTADO COM O SETOR PRIVADO**

O fortalecimento de uma economia é o caminho natural para gerar ganhos de eficiência ao desenvolvimento de sua nação, pois acarreta o melhoramento do processo educacional, a inovação do seu sistema de transportes, a universalidade da prestação de serviços médicos e a compatibilização de seu aparato tecnológico de acordo com as economias mais industrializadas.

Para que isso possa se tornar uma realidade, é preciso que o Estado realize ações que conduzam à sua estabilidade econômica, controle os seus gastos públicos e supra as necessidades públicas essenciais com os investimentos necessários para gerar uma eficiência na prestação destes serviços. Investir em setores de infraestrutura é fundamental para qualquer economia sonhar com o seu desenvolvimento sustentável.

O Brasil deu um grande passo para alcançar este desiderato com a estabilidade econômica obtida pela adoção do Plano Real. A inflação acumulada nos quatorze anos que antecederam o referido plano foi de aproximadamente 3.500.000%, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor - IPC calculado pela Fundação Instituto de Pesquisa Econômica - FIPE<sup>209</sup>. Nos 12 meses anteriores à implantação do Real, a inflação registrada pela FIPE alcançou 5.200%. Confira-se o gráfico abaixo:

---

<sup>209</sup> Fonte: <[https://200.181.15.9/publi\\_04/COLECAO/5anos2.htm](https://200.181.15.9/publi_04/COLECAO/5anos2.htm)> acesso em 30/09/2009, às 23:00horas.



Este cenário foi abalado pela maxidesvalorização do real em relação ao dólar em 1999, mas isto não foi suficiente para abalar o desenvolvimento econômico do país que já usufruía dos benefícios da abertura do mercado, com a diversificação de produtos, concorrência acirrada pela entrada de novos players e globalização financeira, que permitia um fluxo de capital estrangeiro em nosso país com menos entraves burocráticos.

Nossa economia enfrentou diversas turbulências mundiais após o sistema de abertura de mercado, tais como: (i) crise asiática (1997); (ii) crise da Rússia (1998); (iii) crise da bolha eletrônica – pontocom (1999); (iv) crise das torres gêmeas – ataque terrorista ao World Trade Center (2001); (v) a crise do mercado de capitais – fraudes contábeis protagonizadas pelas gigantes Enron e WorldCom (2001); (vi) crise da Argentina – a moratória da Argentina – (2002); (vii) crise da China – queda da bolsa de Xangai (2007); e (viii) crise *subprime* – mercado imobiliário dos EUA – (2007).

Não obstante, diante da continuação do projeto de estabilização da moeda e realização de medidas que contiveram o retorno da famigerada inflação, o nosso país passou pela maior crise mundial dos últimos tempos. Para se ter uma idéia da força da crise *subprime*, inúmeros bancos aparentemente imunes às crises por conta de sua solidez terminaram quebrados<sup>210</sup> ou leiloados a preço infinitamente inferior aos seus valores antes do início da turbulência.

A economia brasileira desfruta de um momento muito especial e começa a ganhar destaque como um dos países do bloco emergente, juntamente com China, Índia e Rússia. Este histórico positivo foi refletido nesta última crise mundial, pois o Brasil talvez tenha sido um dos últimos países a entrar neste cenário nebuloso e um dos primeiros a sair, tendo sido agraciado recentemente pela agência de classificação de riscos, Moody's, com o selo de *investment grade*.

Diz-se que um país economicamente desenvolvido deve ter um mercado de capitais evoluído. O Brasil passou, na última década, de um país inexpressivo em relação à poupança popular, para uma das maiores potências neste ambiente. Este fator contribuiu decisivamente para que o Brasil pudesse enfrentar todas estas crises, saindo do “olho furacão” mais rápido do que as demais economias.

Este cenário referente ao mercado de capitais somente começou a mudar a partir da criação do Novo Mercado, do N1 e do N2 de governança corporativa da BOVESPA, no ano de 2000. Com o retorno dos investidores, por conta das maiores garantias proporcionadas pelo sistema de governança corporativa e aparelhamento da agência reguladora, o mercado de capitais encontrou seu ápice no ano de 2007, quando 64 IPO'S foram realizados.

---

<sup>210</sup> O maior símbolo do tamanho desta crise foi a quebra do quarto maior banco dos EUA: Lehman Brothers. Confira-se em <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u623945.shtml>> acesso em 02/08/2009, às 23:00horas.

Um país que deseja integrar o bloco dos países desenvolvidos precisa investir em sua infra-estrutura e nos serviços essenciais, proporcionando um ganho de eficiência em seu sistema de transporte urbano e rodovias, o acesso universal à educação de qualidade e ao serviço de saúde condizente com a dignidade da pessoa humana.

Ocorre que o Estado não possui recursos suficientes para a realização de todos estes serviços e obras públicas necessárias para gerar tais benefícios. Aliás, sobre este aspecto é importante recordar que nós vivenciamos um modelo de Estado que atuava diretamente na economia através de sociedades de economia mista e empresas públicas, tais como a Petrobrás e a Eletrobrás.

Este modelo Estatal substituiu o denominado liberal, inspirado na “mão invisível” criada por Adam Smith para ilustrar o sistema de autorregulação do mercado que se mostrou ineficiente. Este Estado Intervencionista, como forma de gerar o bem-estar social, não demorou a revelar sua estrutura pesada, que onerava demasiadamente o setor público, impossibilitando a realização dos serviços públicos considerados essenciais.

Em substituição ao modelo intervencionista, a Constituição da República de 1988 determinou que o Estado somente deveria intervir diretamente na ordem econômica quando fosse hipótese de monopólio ou por força do interesse público, passando o setor privado a ser o principal ator da ordem econômica. O Estado passou de intervencionista para regulador, pois não seria possível incorrer no risco de entregar a ordem econômica para ser realizada pelo setor privado sem que houvesse a regulação do mercado como forma de correção das falhas. Surgem, então, as agências reguladoras

que são dotadas de capacidade técnica e independência para agir na correção dos agentes econômicos.

De todo o modo, a experiência do Estado intervencionista foi determinante para se ter ciência de que é necessário realizar parcerias com o setor privado, com vistas à implementação das políticas públicas, tendo sido constatada a impossibilidade de o Estado suprir todas as necessidades dos usuários em razão da escassez de recursos públicos. O Estado é limitado e sua estrutura burocrática acaba influenciando negativamente na obtenção de capital para a realização de investimentos. A saída é a parceria com o setor privado, que além de deter o *know-how* necessário para transferência de tecnologia na realização do objeto social no âmbito da parceria firmada, possui o capital necessário e, ainda que assim não fosse, terá outros meios para buscar sua fonte de financiamento.

#### **4.1 A SOLUÇÃO ATRAVÉS DA PPP**

O dilema que envolve o Estado no sentido de ter que investir em infraestrutura e serviços essenciais, sem que haja recursos para tanto, poderá encontrar na parceria público-privada uma solução ou pelo menos minimizado, considerando que os recursos para implantação do projeto advirão do parceiro privado ou de investidores.

Este investimento é absolutamente necessário para o desenvolvimento da economia, com a solução dos gargalos que impedem o crescimento sustentável. Um país que irá sediar a Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas de 2016 deverá apresentar soluções para o transporte urbano de massa, ampliando e qualificando a linha de metrô. Deverá resolver questões ambientais, promovendo a despoluição da Baía de

Guanabara e a integração social. Além disso, terá que reformular seus aeroportos e suas rodovias, gerando melhorias e as condições necessárias para que o serviço seja prestado com eficiência.

O Brasil possui todas as condições necessárias para realizar uma transformação social, ambiental e urbanística, principalmente pela motivação alcançada pela vitoriosa campanha da copa do mundo e olimpíadas, criando um ambiente de infraestrutura que possibilite uma mudança em nossa realidade social.

Arnoldo Wald<sup>211</sup> esclarece, no entanto, que para conseguir atingir este objetivo seria necessário estabelecer: (a) os marcos regulatórios; (b) as garantias; e (c) a solução dos litígios através da arbitragem.

O estabelecimento de um marco regulatório é absolutamente necessário para criação das regras do jogo, de forma que os investidores possam conhecer todas as normas referentes à exploração da parceria e que deverão nortear aquele contrato durante toda a sua vigência.

O edital e o contrato de PPP disporá sobre as garantias, sendo certo que o Fundo Garantidor, previsto no artigo 16 da Lei 11.079/2004 avalizará os pagamentos de obrigações pecuniárias assumidas pelos parceiros públicos federais em virtude das parcerias celebradas.

Quanto à solução dos conflitos pela arbitragem, entendemos que o legislador foi muito feliz ao autorizar seu emprego no artigo 11, Inciso III, da Lei de PPP, determinando que seja aplicada a legislação brasileira e realizada em língua portuguesa. A resolução de eventuais litígios através de métodos amigáveis já estava

---

<sup>211</sup> WALD, Arnaldo. A Infra-estrutura, as PPPs e a Arbitragem. Revista do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro n.º 24, página 67. Julho/Dezembro de 2006.

previsto no artigo 23, Inciso XV, da Lei 8.987/1995, mas sempre despertou polêmicas inaceitáveis quanto à participação do Estado e suas estatais pelo juízo arbitral.

Arnoldo Wald<sup>212</sup> esclarece que a arbitragem tem sido admitida pelos tribunais, sendo amplamente utilizada por outras economias mais industrializadas, por se tratar de um instrumento mais célere, seus árbitros são especializados e é mantido o sigilo:

*“...Mais recentemente, numerosas leis específicas têm admitido a arbitragem para solução de controvérsias tanto das entidades públicas como das sociedades de economia mista. Há, também, importante decisão do qual foi relatora a Ministra Nancy Andrighi além de vários outros acórdãos dos nossos tribunais, assim como decisões arbitrais internacionais recentes, uma das quais baseada em parecer do hoje Ministro do Supremo Tribunal Federal, Professor Eros Grau e a outra recentíssima referente ao caso Copel. Acresce que, em numerosas operações de financiamento e investimento, especialmente quando há interesse de entidades internacionais, a cláusula compromissória é condição necessária e imprescindível da realização dos negócios que interessam ao país. É preciso salientar que a maioria das legislações admite a arbitragem nos contratos administrativos. Se, já há tempos, os Estados Unidos, a Inglaterra, a Alemanha, os países escandinavos e a Holanda consideravam válida a convenção de arbitragem firmada por entidades públicas, foi mais recentemente que a França adotou tal princípio que consta na recentíssima lei francesa referente às PPPs. Na realidade, a arbitragem é o meio mais adequado para a solução de questões jurídicas complexas, nas quais é preciso que os julgadores conheçam profundamente o contexto no qual as discussões se travam. Em primeiro lugar, é preciso lembrar que o investimento privado nas PPPs é voluntário e se fundamenta numa escolha que o investidor faz considerando as possibilidades que se lhe oferecem num mundo competitivo e globalizado, no qual busca simultaneamente a melhor rentabilidade e a maior segurança. A segurança jurídica pressupõe uma previsão de forma adequada de solução de litígios e de adaptação do contrato às novas circunstâncias, especialmente*

---

<sup>212</sup> WALD, Arnaldo. A Infra-estrutura, as PPPs e a Arbitragem. Revista do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro n.º 24, página 67. Julho/Dezembro de 2006.

*tratando-se de contratos de longo prazo nos quais muitos fatores são incertos e imprevisíveis. Essa solução deve poder ser rápida e decorrer da atuação de órgão imparcial não vinculado a qualquer uma das partes, o que favorece a arbitragem, sob todas as suas formas. Acresce que os árbitros são juízes especializados, escolhidos para o caso, juízes sob medida. São presumidamente conhecedores não só do direito, mas também dos aspectos técnicos, econômicos e sociais dos problemas que discutem. Por outro lado, em virtude da confidencialidade da arbitragem e do clima que a cerca, distinto do existente nos litígios apresentados perante o Poder Judiciário, as divergências podem ser submetidas à arbitragem, sem afetar a continuidade do contrato evitando maiores despesas, gastos e prejuízos...”*

Já tivemos a oportunidade de tratarmos da possibilidade do Estado e de suas estatais participarem do procedimento arbitral no Capítulo III<sup>213</sup>, onde destacamos que o descumprimento do acordo de acionistas celebrado em uma sociedade de economia mista poderia ser resolvido por este sistema amigável.

A Lei de PPP apenas inova no sentido de exigir a aplicação da legislação brasileira e que seja realizada na língua portuguesa, mas não indica como seria o procedimento a ser adotado. O ideal seria esclarecer como seria o rito a ser seguido, estabelecendo-se, ademais, a possibilidade de tutela antecipada deferida pelo árbitro e a criação de um conselho para acompanhamento do contrato durante a sua execução, o que evitaria o atraso da entrega do projeto e o aumento de seu custo, como sustenta Arnaldo Wald<sup>214</sup>:

“... o “Dispute Board” (DB) é um instrumento de conciliação e arbitragem que acompanha a vida do contrato, resolvendo os problemas na medida em que surgem. Trata-se de um painel, com normalmente três

---

<sup>213</sup> Como poder ser constatado no Informativo 335 do STF, cujo trecho ora transcrevo: “...Por fim, o Min. Gilmar Mendes indeferiu o pedido quanto ao art. 4º, que prevê o uso de arbitragem, também por ausência de plausibilidade da tese sustentada pelos autores, porquanto tal dispositivo apenas dispôs sobre o uso de tal mecanismo nos termos da Lei 9.307/96...”

<sup>214</sup> WALD, Arnaldo. A Infra-estrutura, as PPPs e a Arbitragem. Revista do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro n.º 24, página 67. Julho/Dezembro de 2006.

membros, nomeados no início da obra, que devem ser pessoas independentes que têm boa compreensão do contrato e ajudam as partes a resolver as divergências que surgem no curso do mesmo. O painel do DB pode ter competência para mediar os litígios ou para arbitrá-los de modo provisório ou definitivo... Evita-se, assim, tanto a suspensão dos trabalhos ou dos pagamentos como a ameaça da mesma, por qualquer uma das partes... Foi a existência do DB que permitiu a conclusão das obras do Eurotúnel... Também mereceria um estudo mais aprofundado a possibilidade de utilizar, nas PPPs, a medida cautelar pré-arbitral concedida por árbitro (referé pré-arbitral) também previsto por normas da CCI (25) mas em relação ao qual não há regra específica na legislação brasileira, havendo interpretações contraditórias quanto à competência arbitral na matéria, como já tivemos o ensejo de evidenciar.

É preciso salientar que o sistema tradicional de solução de conflitos através do Poder Judiciário, se revelaria totalmente incompatível com os prazos rígidos para a execução dos projetos de infra-estrutura para a realização da copa do mundo de 2014 e das olimpíadas de 2016. Realmente, aguardar a definição do Poder Judiciário, por maior empenho que exista do magistrado, apenas contribuirá para a eternização da controvérsia, considerando os inúmeros recursos disponíveis às partes. A melhor solução é a adoção do conselho mencionado por Arnold Wald, que permitirá que as eventuais desavenças sejam rapidamente dirimidas e, caso não seja possível, que a matéria seja objeto de conhecimento dos árbitros.

As Leis de PPP's dos Estados de Minas Gerais, São Paulo, Santa Catarina, Goiás e Rio de Janeiro, além da própria Lei 11.079/2004, estabelecem a possibilidade da arbitragem para solução dos conflitos relacionados ao contrato, mas sequer seria necessária tal previsão, conforme anota Gustavo Henrique Justino<sup>215</sup>, pelo fato da Lei 9.317/96 ser considerada uma lei geral, não tendo incidência apenas nos

---

<sup>215</sup> JUSTINO, Gustavo Henrique. A arbitragem e as Parcerias Público-Privadas. Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico. Salvador. Instituto de Direito Público da Bahia, n. 2, maio/junho/julho, 2005. Disponível na internet no endereço eletrônico: <www.direitodoestado.com.br> acesso em 20/11/2008, às 13:00horas.

chamados contratos privados, bem como seria adequada tão-somente naqueles casos em que esteja presente o interesse público secundário, privilegiando-se a consensualidade.

Alexandre Santos de Aragão<sup>216</sup> também admite a solução através da arbitragem:

*“...Em primeiro lugar, o art. 11, III, da Lei n.º 11.079/04, admite a possibilidade de a lide não precisar ser levada ao Poder Judiciário, ao prever “o emprego dos mecanismos privados de resolução de disputas, inclusive a arbitragem, a ser realizada no Brasil e em língua portuguesa”, nos termos da Lei da Arbitragem. A expressa previsão legal afasta, ao nosso ver, qualquer impugnação à constitucionalidade da adoção da arbitragem nas parcerias público-privadas, uma vez que, mesmo para aqueles que equivocadamente a vêem como uma forma de disponibilização do interesse público, no caso haveria expressa autorização legal para tanto...”*

#### **4.2 ALGUMAS CARACTERÍSTICAS DAS PPP'S**

A Lei 11.079/2004 criou o sistema de parceria público-privada com o objetivo de viabilizar a realização de investimentos em setores públicos que não comportariam a utilização do sistema tradicional de concessão de serviços, pois não se mostrariam economicamente viáveis e, por conseqüência, não seriam atrativos para o setor privado ou porque seria inviável a concessão pela inexistência de cobrança de uma tarifa, como é o caso do setor hospitalar, educacional e prisional.

No sistema da parceria público-privada, o setor privado bancará a estrutura necessária para que o serviço público seja prestado ao usuário e, em contrapartida, receberá a sua remuneração através do pagamento de uma tarifa, que

---

<sup>216</sup> ARAGÃO, Alexandre Santos de. As Parcerias Público-Privadas – PPP's no Direito Positivo Brasileiro. Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico. Salvador, Instituto de Direito Público da Bahia, n.º 2, maio-junho-julho, 2005. Disponível na internet: [www.direitodoestado.com.br](http://www.direitodoestado.com.br), acesso em 12/09/2009, às 23:58horas.

poderá ser compensada pelo parceiro público como forma de estruturação do equilíbrio econômico-financeiro do contrato. Quando não houver possibilidade de cobrança de uma tarifa, o setor privado será remunerado integralmente pelo parceiro público.

Dessa forma, a parceria público-privada abrange aqueles setores que o custo para implantação do serviço é de tal sorte elevado que a fixação da tarifa, que deve representar o equilíbrio econômico-financeiro do contrato, não poderia ser suportada exclusivamente pelo usuário. O regime das concessões nestes casos seria totalmente ineficiente, pois o setor não se interessaria pelo projeto por ser economicamente inviável.

Em se tratando de hipóteses em que não há possibilidade de concessão, pois o serviço é essencial e não poderia existir a cobrança de uma tarifa, o único modelo de parceria que poderia ocorrer seria através da parceria público-privada, já que o setor privado seria remunerado pelo Estado. Neste sentido, escolas, hospitais e presídios poderiam ser construídos ou reformados pelo parceiro privado, que receberia em troca uma contraprestação pelo setor público.

As parcerias público-privadas podem ser classificadas, de acordo com o artigo 2º da Lei 11.079/2004 em: (i) concessão patrocinada; e (ii) concessão administrativa. Na primeira, o setor privado é remunerado através de uma tarifa cobrada do usuário e por um pagamento realizado pelo poder público. Na concessão administrativa, por inexistir a cobrança de uma tarifa ao usuário, o setor público será responsável pelo pagamento da remuneração ao parceiro privado pelos serviços ou projetos realizados.

Uma grande vantagem em relação ao sistema de concessão tradicional ou comum é que o parceiro privado somente fará jus à remuneração ou à tarifa após a

conclusão da obra ou do serviço prestado. Não haverá pagamentos antecipados antes da disponibilidade do serviço, o que evita a realização dos discutíveis “aditivos” do sistema de concessão, onerando o contrato originariamente assinado, mesmo sem a entrega da obra contratada.

A procura do setor privado proporciona ganhos de escala e de eficiência administrativa e econômica para o Estado e para os usuários. Note-se que o usuário é beneficiado na medida em que o serviço será posto à sua disposição, o que poderia não ocorrer diante a escassez de recursos estatais para atender todos os interesses fundamentais. A escolha do parceiro privado pode ser fundamental para a implantação dos serviços, considerando que muitas vezes ele é o detentor da tecnologia necessária para o desenvolvimento daquele projeto.

Ademais, este parceiro privado tem muito mais facilidade e elasticidade para angariar recursos que poderão ser empregados naquela obra, utilizando-se de instrumentos societários, como por exemplo, a emissão de valores mobiliários ou securitização de recebíveis. Não se deve esquecer, ainda, que a disponibilidade do serviço produz ganhos de eficiência que poderão influenciar diretamente no desenvolvimento daquela economia.

#### **4.3- OBRIGATORIEDADE DE CONSTITUIÇÃO DA SPE**

O artigo 9º da Lei 11.079/2004 determina a criação de uma SPE para implantar e gerir o contrato de parceria público-privada, sendo certo que tal obrigação se explica, dentre outros fatores, pela facilidade de controlar o fluxo de recursos que

ingressarão na sociedade<sup>217</sup>. Ademais, a SPE traz mais transparência na relação travada entre a Administração Pública e o particular.

A nosso sentir, o legislador agiu positivamente ao exigir a SPE na parceria público-privada, considerando que tal solução já era utilizada nos contratos celebrados com a Administração Pública, através da inclusão no edital de licitação de cláusula determinando ao vencedor a constituição de uma SPE para explorar a concessão. O objetivo sempre foi o de tornar transparente a parceria com o Estado, impedindo que haja uma confusão em relação aos recursos que transitam pelos ativos da sociedade.

De fato, a empresa vencedora do procedimento licitatório explora outras atividades, assumindo diversas outras obrigações com terceiros que não estarão relacionadas com a parceria, ingressando diversos recursos em seus ativos. Se esta sociedade ficasse diretamente responsável pela exploração da parceria, não seria possível separar os valores referentes à sua própria atividade daqueles provenientes da parceria. E, como se não bastasse, ainda poderia ser comprometida a exploração da parceria por contaminação dos riscos advindos destes outros negócios praticados pela sociedade. Em suma: a governança corporativa estaria seriamente prejudicada.

Além disso, a obrigatoriedade de constituição de uma SPE também se justifica em razão do disposto nos artigos 5º, Inciso IX e 27, ambos da Lei 11.079/2004, pois seria extremamente difícil controlar o limite de investimentos realizados pelas empresas públicas ou sociedade de economia mista naquela parceria, bem como não

---

<sup>217</sup> Na Lei 8.987/95, desde que esteja previsto no edital de licitação, poderá ser obrigatória a constituição de uma SPE, conforme artigo 20.

seria possível estabelecer se a redução do risco do crédito decorreu do projeto em si, ou de características estranhas ao negócio<sup>218</sup>.

A constituição da SPE também favorece o parceiro privado, pois limita a sua responsabilidade naquela sociedade criada, valendo lembrar que a desconsideração da personalidade jurídica é considerada medida excepcional, razão pela qual a criação da SPE irá servir de blindagem quanto ao eventual insucesso da atividade.

#### **4.4- CAPITAL SOCIAL**

Os sócios deverão contribuir para o capital social da SPE com dinheiro, bens ou créditos, sendo este um dever de qualquer pessoa que deseje fazer parte de uma sociedade. Como já dissemos, a SPE será constituída sob a forma de um dos tipos societários previstos em nosso ordenamento jurídico, portanto, a contribuição para o capital social seguirá o modelo já previsto na legislação pertinente à sociedade empresária escolhida.

É preciso notar que o Estado irá apenas subscrever o capital social, sem realizar, neste momento, a efetiva integralização de sua parte, pois o artigo 7º da Lei 11.079/2004 apenas admite a contraprestação realizada pelo setor público quando o serviço estiver disponibilizado ou a infra-estrutura, como ensina Alexandre Santos de

---

<sup>218</sup> Neste sentido a orientação de Maurício Portugal Ribeiro e Lucas Navarro Prado: “...*Imagine-se, numa hipótese em que a concessão estivesse misturada com outros negócios, como seria verificado se o negócio da concessão teve, ou não, mais que 70% de seu financiamento realizados por empresas públicas ou sociedade de economia mista. E como saber se a redução do risco de crédito se deveu ao projeto em si, ou a características absolutamente exógenas à concessão...*” in, Comentários à Lei de PPP – Parceria Público-Privada. São Paulo. Editora Malheiros. 2007. Pág. 244/245.

Aragão<sup>219</sup>, citando o Procurador do Estado do Estado do Rio de Janeiro, Henrique Bastos Rocha:

*“...Note-se ainda que, face ao art. 7º da Lei n.º 11.079/04, que determina que a contraprestação pública só pode ser feita após disponibilizado o serviço ou a infra-estrutura, o Estado deverá, antes desse momento, apenas subscrever a sua participação, integralizando-a apenas após a referida disponibilização...”*

Quanto às demais questões que envolvem o capital social, será necessário observar qual o modelo societário escolhido e, a partir daí, verificar as regras pertinentes, como restou abordado nos Capítulos II e III.

### **3.5 O MODELO SOCIETÁRIO DA SPE**

Nos Capítulos II e III exploramos as principais características das sociedades limitadas e anônimas, respectivamente, tendo sido analisada questões que serão determinantes para a escolha do modelo da SPE na PPP. É sabido que a opção correta será fundamental para o desenvolvimento da parceria público-privada, sob pena desta se tornar inviável diante da adoção de um tipo de sociedade incompatível com o negócio a ser explorado. Um bom exemplo é o interesse dos investidores em realizar uma oferta de valores mobiliários para a captação de recursos que serão empregados no desenvolvimento do negócio. Neste caso, o modelo societário terá que ser o da sociedade anônima, afastando-se a possibilidade de constituição de uma sociedade limitada, já que esta não pode emitir valores mobiliários. E se for necessário realizar

---

<sup>219</sup> ARAGÃO, Alexandre Santos de. As Parcerias Público-Privadas – PPP’s no Direito Positivo Brasileiro. Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico. Salvador, Instituto de Direito Público da Bahia, n.º 2, maio-junho-julho, 2005. Disponível na internet: [www.direitodoestado.com.br](http://www.direitodoestado.com.br), acesso em 12/09/2009, às 23:58horas.

uma oferta pública, a companhia, como vimos, terá que ser aberta, com o devido registro na CVM.

Neste contexto, é preciso verificar as características da sociedade limitada e da sociedade anônima, comparando-os de forma a serem constatadas as suas vantagens e desvantagens para cada caso concreto na exploração de uma PPP. Mas, como se disse, tudo irá depender das características que seus sócios quiserem ver implantadas no negócio e, para que possamos analisar qual deverá ser esta opção, teremos que levar em consideração alguns aspectos próprios da Lei de Parceria Público-Privadas.

Os sócios deverão observar que a Lei 11.079/2004 apenas permitirá a contratação de uma PPP pelo prazo mínimo de 05 e de no máximo de 35 anos, ou seja, o contrato é celebrado por prazo relativamente longo. Este requisito poderá influenciar na escolha do modelo de sociedade, uma vez que os sócios deverão analisar a possibilidade de se retirarem do negócio antes do seu vencimento. O direito de retirada pode ser importante para aqueles sócios que já sabem que não permanecerão na sociedade por todo o prazo do contrato, portanto, será interessante considerar qual será o tratamento legal para o exercício do recesso, no tocante às hipóteses em que este será admitido e se o mesmo poderá ocorrer antes do próprio prazo de término da sociedade.

Na sociedade limitada o direito de retirada é regulado pelo artigo 1.077 do CC/2002, mas é admitida a aplicação da regra contida no artigo 1.029 do CC/2002, embora, como vimos no Capítulo II, ainda permaneça a controvérsia na doutrina sobre o tema<sup>220</sup>. Na sociedade anônima, o direito é restrito às hipóteses do artigo 137 da LSA, mas a jurisprudência admite o recesso na sociedade anônima familiar fechada, por

---

<sup>220</sup> Recomendamos a análise desta discussão no capítulo II, quando abordamos o tema em sociedade limitada.

quebra de *affectio societatis*<sup>221</sup>. Na companhia aberta, é livre a negociação das ações, por isso o direito de retirada é bastante limitado.

A Lei 11.079/2004 também impõe um valor mínimo de R\$ 20 milhões para a adoção da PPP, o que também será um fator relevante a ser considerado para a definição do modelo da SPE, já que poderá ser elevada a responsabilidade dos sócios no empreendimento. A escolha por um modelo de SPE no qual os sócios respondem ilimitadamente não parece ser a melhor opção e tampouco atraente para os investidores, principalmente diante das incertezas sobre a viabilidade do negócio.

Por conta disso, a sociedade em nome coletivo, a comandita simples e a comandita por ações deverão ser excluídas, já que todas trazem a previsão de responsabilidade ilimitada para todos ou alguns sócios. É preciso lembrar que o Estado ou suas estatais não poderão assumir responsabilidade ilimitada.

A constituição de uma SPE para exploração de uma PPP irá representar a organização de uma atividade econômica, para a produção de bens ou prestação de serviços, portanto, necessariamente a SPE será considerada uma sociedade empresária à luz do artigo 966 do CC/2002. A estrutura a ser empregada na SPE na PPP compreenderá a reunião dos fatores de produção – trabalho, capital e tecnologia -, portanto será uma sociedade empresária, o que implica o afastamento da utilização da sociedade simples como modelo de uma SPE na PPP, pois esta não pode ser empregada em uma atividade de natureza empresarial.

Assim como acaba ocorrendo no cotidiano societário, a opção do modelo de sociedade para a SPE na PPP ficará entre a sociedade limitada e a sociedade

---

<sup>221</sup> Conforme Informativo 357 do STJ.

anônima. Os idealizadores deverão, então, comparar estes dois tipos societários e fazer a escolha de qual deles melhor será adaptado à SPE na PPP.

Em princípio, as principais distinções entre uma sociedade anônima e uma sociedade limitada podem ser sintetizadas no quadro abaixo:

<b>SOCIEDADE LIMITADA</b>	<b>SOCIEDADE ANÔNIMA</b>
<p><b><u>Investimento de pequeno e médio porte:</u></b> a sociedade limitada é mais adequada para este tipo de investimento, mas nada impede que seja utilizada para investimentos de grande porte. Existem diversas subsidiárias de multinacionais que são limitadas: IBM – GM - FORD.</p>	<p><b><u>Investimento de médio e grande porte:</u></b> é mais adequada para investimento de médio e grande porte, mas nada impede que seja utilizada para aqueles considerados de menor porte. Não é comum, pois a sociedade limitada é muito mais conhecida e há uma crença no sentido de que a S/A é empregada apenas quando houver uma aplicação de grande porte.</p>
<p><b><u>Nome Empresarial:</u></b> pode escolher entre firma ou denominação. (art. 1058 do CC/2002)</p>	<p><b><u>Nome Empresarial:</u></b> apenas poderá usar denominação. (art. 3º da LSA)</p>
<p><b><u>Responsabilidade do sócio:</u></b> é solidária pelo que falta para a integralização do</p>	<p><b><u>Responsabilidade do sócio:</u></b> é limitada ao preço de emissão de suas próprias ações.</p>

capital social. (art. 1052 do CC/2002)	(art. 1º da LSA)
<b><u>Cessão de quotas:</u></b> o contrato social pode disciplinar, inclusive vedando a cessão. Se o contrato for omissivo aplica-se o art.1057 do CC/2002. Neste caso, dependerá da aprovação de 3/4 do capital social.	<b><u>Cessão de ações:</u></b> Na sociedade anônima fechada é possível estabelecer o direito de preferência (art. 36 da LSA), mas não é possível proibi-la. Na S/A aberta não é possível estabelecer qualquer restrição. (obs.: é comum criar o direito de preferência nos acordos de acionistas)
<b><u>Emissão de valores mobiliários:</u></b> não poderá emití-los. Não se admite sequer a emissão de debêntures.	<b><u>Emissão de valores mobiliários:</u></b> trata-se de uma das grandes vantagens da S/A. Se esta for aberta poderá negociá-los em bolsa ou mercado de balcão.
<b><u>Conselho de administração:</u></b> não há previsão no CC/2002, mas é admitida a sua criação. A administração pode ser exercida por quem não seja sócio, desde que previsto no contrato. Pode existir diretoria.	<b><u>Conselho de Administração:</u></b> é obrigatório para as S/A aberta, de capital autorizado e sociedade de economia mista. (arts. 138, §2º e 239 da LSA). O seu integrante deve ser pessoa natural e acionista. A diretoria é obrigatória e deve existir no mínimo duas diretorias. O diretor é pessoa natural e residente no país.

<p><b><u>Conselho fiscal:</u></b> é considerado facultativo.</p>	<p><b><u>Conselho fiscal:</u></b> é obrigatório para qualquer S/A. O modo de funcionamento é permanente ou a pedido dos acionistas. Na sociedade de economia mista funciona permanentemente.</p>
<p><b><u>Direito de Retirada</u></b><sup>222</sup>: aspecto controvertido na doutrina. Há consenso apenas em relação ao artigo 1.077 do CC/2002. Entende-se majoritariamente que o sócio pode exercer o direito de retirada também nos casos do artigo 1.029 do CC/2002.</p>	<p><b><u>Direito de Retirada:</u></b> é bastante limitado e segue a regra do artigo 137 da LSA. A jurisprudência admite a quebra da affectio societatis como motivo justo no caso e S/A fechada. Na S/A, é livre a cessão de ações, admitindo-se, tão-somente, nas fechadas, o direito de preferência.</p>
<p><b><u>Quotas preferenciais:</u></b> é controvertida a sua admissibilidade e o DNRC (IN 98/2003) não aceita. Aqueles que defendem sua utilização entendem que não poderá ser excluído o direito de voto.</p>	<p><b><u>Ações preferenciais:</u></b> é admissível sua emissão até o limite de 50% do capital social. (artigo 15, § 2º, da LSA)</p>
<p><b><u>Quotas em tesouraria:</u></b> é controvertida a sua admissibilidade e o DNRC (IN 98/2003) não aceita. Aqueles que</p>	<p><b><u>Ações em tesouraria:</u></b> é admitida na forma do artigo 30, § 1, alínea “b”, da LSA.</p>

<sup>222</sup> Devemos sempre lembrar que, por força do princípio da continuidade do serviço público e do superior interesse que rege a administração pública, o ente federativo deverá autorizar a entrada e saída de sócios previamente, na forma do artigo 27 da Lei 8.987/95.

<p>defendem sua utilização entendem que o CC/2002 teria sido omissos.</p>	
<p><b><u>Sócio remisso:</u></b> O art. 1.058 do CC/2002 permite a sua exclusão extrajudicial. Caso os demais sócios não desejem tal opção, poderá ser aplicado o art. 1004, que prevê: ação indenizatória, cobrança (execução) ou redução da participação do devedor àquilo que contribuiu. A mora é <i>ex-persona</i>, pois depende da notificação com prazo de 30 dias.</p>	<p><b><u>Sócio remisso:</u></b> Os arts. 106 e 107 da LSA não permitem a sua exclusão extrajudicial. O que pode ser feito é a cobrança (execução) ou a realização de um leilão especial em bolsa.</p>
<p><b><u>Assembleia de sócios:</u></b> poderá ser dispensada se todos os sócios decidirem por escrito. Poderá ser substituída por uma reunião de sócios naquelas sociedades de até 10 sócios.</p>	<p><b><u>Assembleia de acionistas:</u></b> deve ser realizada. Não pode ser substituída e deverá ser seguida toda a formalidade para sua convocação, instalação e deliberação.</p>
<p><b><u>Instalação da Assembleia:</u></b> em primeira convocação com <math>\frac{3}{4}</math> do capital social. Na segunda, com qualquer número.</p>	<p><b><u>Instalação da Assembleia:</u></b> em primeira convocação com <math>\frac{1}{4}</math> do capital social. Na segunda, com qualquer número. (art. 125 da LSA). Se for para reformar o estatuto: <math>\frac{2}{3}</math> do capital com direito a voto. Em segunda com qualquer número. (art. 135</p>

	da LSA)
<b><u>Deliberação:</u></b> regra geral precisa de ¾ do capital social, mas o art. 1.076 traz outros quoruns.	<b><u>Deliberação:</u></b> Regra geral precisa de maioria absoluta de votos. No art. 136 temos um quorum qualificado que exige metade, no mínimo, das ações com direito a voto.
<b><u>Acordos de Quotistas:</u></b> é aceito, mas há discussão sobre a possibilidade de execução específica em caso de descumprimento. Há quem entenda que apenas poderá ser resolvido em perdas e danos.	<b><u>Acordos de Acionistas:</u></b> é aceito sem maiores questionamentos. A execução específica está prevista no artigo 118, § 3º, da LSA. Há quem defenda que se for contratada alguma matéria que não seja uma daquelas previstas no caput do artigo 118, da LSA, o seu descumprimento seria resolvido em perdas e danos.
<b><u>Direito ao Tag Along:</u></b> não há previsão. Pode ser incluído no contrato ou em acordo de cotistas.	<b><u>Direito ao Tag Along:</u></b> é previsto no artigo 254-A da LSA.

O ponto fundamental para orientar a escolha deve recair na possibilidade de emissão de valores mobiliários pela SPE na PPP. Assim, se os sócios desta SPE tiverem a pretensão, por exemplo, de emitir debêntures para financiar a atividade, o caminho a ser seguido é a opção pela sociedade anônima. Como se sabe, a sociedade

limitada não pode negociar valores mobiliários ou captar recursos junto ao mercado de capitais<sup>223</sup>, conforme já decidido pelo Tribunal Regional Federal da 2ª Região, na Apelação Cível n.º: 95.02.14324-8, cuja ementa é a seguinte:

ADMINISTRATIVO – EMPRESARIAL – INCIDÊNCIA DA LEI 6.385/76 – SOCIEDADE LIMITADA – ALIENAÇÃO DE COTAS POR MALA DIRETA – CAPTAÇÃO PÚBLICA DE RECURSOS - IMPOSSIBILIDADE. I - As operações de sociedade limitada não são abarcadas, para fins de fiscalização da CVM, pelos arts 1o e 2o da Lei nº 6.385/76, vez que suas cotas não são consideradas legalmente como valores mobiliários. II – A oferta pública de cotas de sociedade limitada para indeterminado número de interessados, ainda que por mala direta, não se coaduna com a natureza deste tipo societário, afigurando-se, portanto, impossível tal operação, já que se revela como captação pública de recurso, operação essa autorizada, apenas, às sociedades por ações devidamente registrada como de companhia aberta.

Deverá ser analisado se a oferta de valores mobiliários que se deseja realizar será pública ou privada. Na captação pública, conforme artigo 19 da Lei da CVM – Lei 6.385/76 -, a companhia emissora deverá ser aberta. Isso significa dizer que a companhia terá que solicitar o seu registro de sociedade anônima aberta perante a CVM, antes de realizar a oferta pública de valores mobiliários.

Nada impede que a SPE seja constituída sob a forma de uma sociedade anônima fechada, que admite a emissão privada de valores mobiliários. Já seria uma vantagem adotar o modelo de sociedade anônima fechada, pois os investidores, no momento em que acharem conveniente, poderão solicitar o registro de companhia aberta para a captação de recursos junto à poupança popular.

---

<sup>223</sup> A proibição de a sociedade limitada negociar valores mobiliários no mercado de capitais já foi decidida pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários no caso Avestruz Máster, por força da deliberação 473, na qual pôde ser constatado que a referida sociedade limitada captava recursos junto á poupança popular através do oferecimento de contrato de investimento coletivo. Outro exemplo é o da Top avestruz, conforme Deliberação 474 da CVM.

Aliás, como já foi ressaltado, nosso país experimentou uma evolução bastante significativa do ambiente de negócios no mercado de capitais. Neste segmento o dinheiro captado tende a ser muito mais barato do que seria obtido através de um contrato de mútuo mercantil com uma instituição financeira, ainda que seja o BNDES. Assim, o mercado de capitais pode ser um caminho natural<sup>224</sup> para a captação de recursos para implantação dos projetos de PPP. Neste caso, o modelo societário terá que ser a S/A aberta.

Uma sociedade limitada também poderá ser empregada como modelo da SPE na PPP. Entretanto, este tipo societário encontra algumas limitações que poderão ser fundamentais para impedir o sucesso do empreendimento. Uma destas restrições diz respeito à emissão de valores mobiliários, logo a sociedade limitada terá captar recursos junto às instituições financeiras ou empregar recursos próprios.

A sociedade limitada encontra diversas matérias que ainda são consideradas controvertidas pela doutrina e jurisprudência, o que poderá acarretar uma insegurança impertinente para a exploração de um negócio que tem como prazo mínimo de duração 05 anos e pode chegar a 35 anos. O artigo 1.076 do CC/2002 impõe, para alteração do contrato social, o quorum de no mínimo 75% do capital social, o que é bastante elevado. Um dos pontos mais importantes diz respeito ao direito de da SPE na PPP, pois os sócios empreiteiros, após a finalização da obra, podem desejar se livrar de suas participações na SPE formada antes do término da exploração da PPP. Na

---

<sup>224</sup> Luiz Antônio Semeguini de Souza esclarece, que: “A estréia de títulos para o mercado de PPP deverá tomar a forma de quotas de fundos para investimento em capital de empresas dedicadas ao setor de infraestrutura, como já se tem notícia de alguns sendo criados. Em que medida tais fundos tomarão os riscos inerentes aos investidores de capital, como o de construção por exemplo, é algo que certamente demandará suporte e conforto por parte dos patrocinadores envolvidos.” In, Estágios das PPPs. Regulação Jurídica do Setor Elétrico. Coordenação de Elena Landau. Editora Lumen Júris. Rio de Janeiro. Página 528

sociedade limitada isto poderia ser um problema, considerando que existem várias opiniões doutrinárias sobre o assunto, em razão da má técnica legislativa.

Em resumo podemos concluir, que<sup>225</sup>:

- (a) **Sociedade Simples**: não pode ser o modelo da SPE na PPP, pois esta será organizada com a estrutura de uma sociedade empresária, o que se revela incompatível com a sociedade simples.
- (b) **Sociedade em Nome Coletivo**: não pode ser o modelo da SPE na PPP, pois a responsabilidade de todos os sócios é ilimitada e estes deverão ser sempre pessoas naturais. O volume de capital empreendido indica que a SPE na PP será formada por pessoas jurídicas.
- (c) **Sociedade em Comandita Simples**: não pode ser o modelo da SPE na PPP, pois o sócio comanditado, que poderá administrar a sociedade, poderá ser apenas pessoa natural e, diante do volume de capital empreendido na PPP, a tendência é que seja formada por pessoas jurídicas, como forma limitação da responsabilidade. Neste tipo societário, a pessoa jurídica poderia apenas ser uma sócia comanditária, não sendo autorizada a administrar, sob pena de responder como se fosse um comanditado.
- (d) **Sociedade em Comandita por Ações**: não pode ser o modelo da SPE na PPP, pois há uma divisão de responsabilidade, sendo certo que os diretores teriam responsabilidade ilimitada e teriam que ser pessoas naturais. Os demais acionistas não teriam poder de administrar. Em síntese, é o mesmo problema da comandita simples.

---

<sup>225</sup> Vide anexo I, para verificar os motivos que tornaria inviável a escolha da sociedade simples, sociedade em comandita simples, sociedade em nome coletivo e sociedade em comandita por ações como modelo societário para a exploração de uma sociedade de propósito específico na PPP.

- (e) **Sociedade Limitada**: pode ser o modelo da SPE na PPP, mas em se tratando de um investimento de grande porte e de longa duração – até 35 anos-, o caminho natural seja a criação de uma sociedade anônima aberta. Na impede que o investidor opte por este tipo societário, que é bastante disseminado no mercado, mas encontraria problemas em diversas questões que ainda não estão dirimidas pela jurisprudência e pela doutrina, como é o caso que envolve o direito de retirada.
- (f) **Sociedade anônima**: este parece ser o modelo ideal para a constituição de uma SPE para exploração da PPP, pois permite que sejam emitidos valores mobiliários que viabilizariam a captação de financiamento em condições mais favoráveis para o desenvolvimento do negócio. Neste societário os sócios também teriam responsabilidade limitada. É permitido, ainda, a oferta pública de valores mobiliários caso tenha o registro na CVM como companhia aberta.

Em nossa opinião, o tipo societário mais adequado para a SPE na PPP será a sociedade anônima. Se esta será fechada ou aberta, não é possível concluir abstratamente, pois tudo dependerá do caso concreto e dos interesses dos investidores em formalizar uma captação pública de recursos através do mercado de capitais.

Provavelmente, com a enxurrada de obras e serviços que serão gerados com a construção da infra-estrutura necessária para realização da copa do mundo de 2014 e dos jogos olímpicos de 2016, a captação publica seja ideal, principalmente quando já se fala no término da crise mundial. A tendência deverá ser a opção pelo mercado de capitais, pois muitos desejarão investir nestas companhias diante da certeza

de que as obras serão licitadas e concluídas. Nesta hipótese, a SPE na PPP será uma sociedade anônima aberta.

#### 4.6 TRANSFERÊNCIA DE CONTROLE DA SPE

O artigo 9º, § 1º da Lei 11.079/2004 estabelece que a transferência do poder de controle da SPE na PPP estará condicionada à aprovação da Administração Pública, nos termos de edital e do contrato, observando-se o disposto no artigo 27, § 1º, da Lei 8987/1995. O objetivo desta norma é permitir que o Poder Público possa avaliar a capacidade técnica e econômico-financeira da pretendente adquirente do controle da SPE na PPP. De acordo com Henrique Bastos Rocha<sup>226</sup>, a Administração Pública não pode aprovar previamente a transferência do controle e da própria parceria:

*“...Por outro lado, não pode a entidade concedente aprovar a transferência da concessão previamente, ou seja, desde o momento da constituição da garantia, porque essa anuência dependerá da análise da capacidade técnica e econômico-financeira da pretendente concessionária à época da transferência da concessão...”*

Não se deve esquecer, contudo, que o artigo 5º, § 2º, da Lei 11.079/2004 estabelece que o contrato de PPP poderá prever os requisitos e condições para que seja concedida a autorização da transferência de controle da SPE para seus financiadores, com o objetivo de ser promovida a sua reestruturação:

Art. 5º (...)

§ 2º: Os contratos poderão prever adicionalmente:

I – os requisitos e condições em que o parceiro público autorizará a transferência do controle da sociedade de propósito específico para os seus financiadores, com o

---

<sup>226</sup> ROCHA, Henrique Bastos. Project Finance e Serviço Público. Direito Administrativo – Estudos em Homenagem à Diogo de Figueiredo Moreira Neto. Coordenação de Osório, Fábio Medina e Souto, Marcos Juruena Vilella. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2006, pág. 835.

objetivo de promover a sua reestruturação financeira e assegurar a continuidade da prestação dos serviços, não se aplicando para este efeito o previsto no inciso I do parágrafo único do art. 27 da Lei no 8.987, de 13 de fevereiro de 1995 (...)

Dessa forma, o próprio edital ou o contrato já poderá trazer os requisitos e as condições para a Administração Pública conceder a autorização de transferência de controle da SPE aos seus financiadores, deixando revelar a sua natureza de ato vinculado, desde que preenchidos tais pressupostos<sup>227</sup>.

Neste sentido, os financiadores poderiam conceder um financiamento para a SPE e, no caso de inadimplemento, fazendo uso da cláusula *Step-in Right*, poderia assumir o controle da SPE, com o objetivo de reestruturá-la. A nosso sentir, o artigo 5º, §2º, Inciso I, da Lei 11.079/2004, permite apenas a assunção do controle pela instituição financiadora, desde que preenchidos os requisitos do contrato, não sendo admitida a posterior venda para terceiros que operem no setor da SPE, salvo se houver a autorização da Administração Pública, na forma do artigo 27 da lei. 8.987/1995<sup>228</sup>.

Três observações ainda precisam ser feitas sobre a transferência do poder de controle: (a) possibilidade de problemas concorrenciais; (b) reorganização societária; e (c) compreensão da exata noção da transferência do poder de controle.

---

<sup>227</sup> Essa é a posição sustentada por Maurício Portugal Ribeiro e Lucas Navarro Prado, in *Comentários à Lei de PPP Parceria Público-Privada*, página 245-246. Segundo os autores, essa possibilidade seria admitida em razão da referida transferência ser, neste caso, passageira, ao contrário do artigo 9º, § 1º, a qual seria definitiva. Além disso, a transferência na hipótese do artigo 5º, § 2º não seria prejudicial à continuidade do serviço público, uma vez que a capacidade técnica, operacional e financeira estarão concentradas na SPE já constituída.

<sup>228</sup> Conforme RIBEIRO, Maurício Portugal e PRADO, Lucas Navarro. *Comentários à Lei de PPP Parceria Público-Privada*. São Paulo: Editora Malheiros, página 170: "...Segundo a tradição inglesa, o direito de assunção de controle implica conceder aos financiadores o direito de obter o controle da SPE em caso de inadimplência (step-in), reestruturá-la e transmitir (step-out ou way out) o controle para um ente que opere no setor objeto da SPE. Todavia, a Lei 11.079/2004 não regulou essa segunda transferência (way out), de maneira que se aplica no caso o art. 27 da Lei 8.987/95, em sua integralidade..."

Quanto à primeira, embora tenha sido afirmado que a transferência do poder de controle da SPE na PPP para seus financiadores constitua um ato administrativo de natureza vinculada, quando preenchidos os requisitos do contrato, por força da redação contida no artigo 5º, § 2º da Lei 11.079/2004, é preciso ficar atento se esta alienação não poderá representar um problema relacionado com direito concorrencial, já que poderia ser considerada uma hipótese de concentração de mercado, até mesmo por conta das estruturas societárias complexas adotadas pelos grupos empresariais. Neste caso, seria necessário provocar a atuação do CADE, para que houvesse a aprovação da transferência.

Ocorrendo qualquer forma de reorganização societária, transformação, incorporação de sociedades ou de ações, fusão ou cisão, deverá a Administração Pública autorizar a transferência do controle.

No que se refere à terceira questão, vamos analisá-la em item separado, a seguir.

#### **4.6.1 CONSIDERAÇÕES SOBRE O PODER DE CONTROLE**

No Capítulo III apresentamos algumas considerações sobre o poder de controle na sociedade anônima, partindo da premissa de que o acionista controlador é aquela pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, que: (i) participa da assembléia de acionistas, indicando o maior número de conselheiros, exercendo efetivamente este poder; e (ii) Usa efetivamente este poder para orientar e dirigir as atividades da companhia

De acordo com Nelson Eizirik, o exercício do poder de controle constitui um poder de fato, de sorte que enquanto mantiver o número de votos suficientes para obter a maioria nas decisões assembleares, terá o direito de controlar a companhia; quando esta situação não mais restar configurada, ele poderá perder o exercício deste poder, pois não há uma lei que o assegure:

*“...constitui um poder de fato, não um poder jurídico, visto que não há norma que o assegure. O acionista controlador não é sujeito ativo do poder de controle, mas o tem enquanto for titular de direitos de voto em número suficiente para obter a maioria nas deliberações assembleares...”*

De acordo com o Alfredo Lamy Filho<sup>229</sup>, este poder de fato outorgará ao seu titular a capacidade de dirigir as atividades sociais, orientando-a politicamente, pois tem certeza de que suas manifestações serão consagradas na assembléia geral, considerando o fato deste possuir o maior número de ações com direito a voto.

Nelson Eizirik<sup>230</sup> esclarece ser intuitivo imaginar que este poder de controle não estará relacionado à pessoa que detém as ações que irão permitir o seu exercício, mas sim, ao lote de ações que confere ao seu titular.

De acordo com estas premissas, o acionista controlador não é aquele que possui o maior número de ações com direito a voto. Este é o acionista majoritário. Para que seja considerado controlador, será necessário comparecer à assembléia, elegendo o maior número de conselheiros, usando este poder que detém de forma permanente, para orientar as atividades da companhia. Não se pode confundir a alienação das ações do acionista majoritário com a alienação das ações que integram o controle da sociedade

---

<sup>229</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Pedreira, José Luiz Bulhões. A Lei de S/A. Rio de Janeiro: Renovar, 2ª Edição, 1997, v.2. pág. 235.

<sup>230</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 366.

anônima, pois representam conseqüências distintas. No primeiro caso, não haverá, por exemplo, direito ao *Tag Along*, já que não ocorreu a venda de controle.

Com essa advertência, J. E. Tavares Borba<sup>231</sup> esclarece que:

“...Quem tem a maioria e não a utiliza é sócio majoritário, mas não é controlador...Em suma, pode-se concluir que acionista controlador é todo aquele que tem o poder e o exerce efetivamente, imprimindo a sociedade a marca de sua atuação ...”

Então, possuir a maior parte das ações com direito a voto não significa ser o controlador, pois tal qualidade é inerente àquela pessoa ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto que exercem efetiva e permanentemente este poder de eleger o maior número de conselheiros e orientar os rumos da sociedade.

Dessa forma, quando Nelson Eizirik<sup>232</sup> explica o conceito de controle compartilhado, ele menciona que este não ocorrerá com a simples participação dos acionistas minoritários, por força de um acordo de acionistas, na administração da companhia. É preciso, para caracterização do controle compartilhado, que estes participem efetivamente das orientações da companhia e na indicação dos membros do conselho de administração.

Esta compreensão sobre o conceito de acionista controlador é importante para que se possa verificar quando ocorrerá esta transferência a ponto de ser necessária a anuência da Administração Pública, pois a simples transferência de ações sem que haja a alienação do controle, não necessitará da autorização do Poder Público<sup>233</sup>.

---

<sup>231</sup> BORBA, J. E. Tavares. Direito Societário. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 10ª edição, 2007, pág. 356 e 358.

<sup>232</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, pág. 370.

<sup>233</sup> É preciso ter atenção, no entanto, se não há, no caso concreto, uma golden share que estabeleça o direito político de exigir a autorização prévia do poder público. Neste caso, a transferência dependerá

#### **4.7 POSSIBILIDADE DA SPE NA PPP SER UMA COMPANHIA ABERTA E NEGOCIAR VALORES MOBILIÁRIOS NO MERCADO DE CAPITAIS**

O artigo 9º, § 2º da Lei 11.079/2004, a nosso sentir, apenas reforça a conclusão de que a SPE na PPP deverá ser uma sociedade anônima aberta, pois indica a possibilidade desta emitir valores mobiliários no mercado de capitais. Note-se que, como já advertimos, é apenas uma sugestão do legislador com o objetivo de deixar claro que não haverá nenhum empecilho para que os investidores possam fazer tal opção.

Na verdade, passada a crise econômica mundial e tomando como premissa a necessidade de serem realizadas transformações na infra-estrutura de nosso país para o recebimento da Copa do Mundo de 2014 e os Jogos Olímpicos de 2016, o ambiente econômico se revela bastante favorável para a escolha deste tipo societário.

É preciso lembrar que não há qualquer novidade neste sentido, pois inúmeras incorporadoras e prestadoras de serviços públicos têm recorrido ao mercado de capitais para financiamento de suas atividades, como por exemplo, a CCR – Companhia de Concessões Rodoviárias.

---

desta anuência. É comum, nos casos de empréstimos realizados por instituições financeiras em favor de sociedades, que seja estipulado o direito do financiador de autorizar previamente a alteração do quadro societário. Isso ocorre, ainda, no caso de emissão de debêntures, sendo outorgada ao agente fiduciário uma golden share para que este possa permitir a entrada e saída de determinados acionistas.

#### 4.8 GOVERNANÇA CORPORATIVA NA SPE PREVISTA NA PARCERIA PÚBLICO-PRIVADA

O artigo 9º, § 3º, da Lei 11.079/2004 estabelece que a SPE deverá adotar padrões de governança corporativa e adotar contabilidade de demonstrações financeiras padronizadas. O legislador, neste ponto, está em sintonia com o cotidiano societário moderno, que não admite que práticas outrora adotadas pelos administradores, que implicavam em prejuízo para os acionistas, empregados, comunidade e meio-ambiente, continuem a serem exercitadas pelas organizações.

A governança corporativa busca eliminar estas anomalias do mercado, maximizando os direitos dos acionistas, a transparência das relações, a prestação de contas e a responsabilidade sócio-ambiental da companhia.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa:

“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.”

Os princípios de governança corporativa são:

- (a) **transparência**: é preciso aumentar o número de informações para todos aqueles que se relacionam com a sociedade, de forma livre e transparente.
- (b) **equidade**: é o tratamento isonômico de todos acionistas e demais partes relacionadas (os stakeholders).

- (c) **prestação de contas**: todos aqueles que exerçam atos de administração devem prestar contas de seus atos. As firmas de auditoria externa devem realizar um trabalho independente, noticiando e eliminando os erros encontrados, evitando-se a ocorrência de outros escândalos corporativos que tenham como expediente a maquiagem de balanço.
- (d) **responsabilidade sócio-ambiental**: é preciso que as corporações tenham responsabilidade com a comunidade em que atua, promovendo melhorias sociais e ambientais.

As boas práticas de governança corporativa têm por objetivo proporcionar a sustentabilidade da companhia, trazer mais segurança para o mercado de capitais e para todos aqueles que se relacionam com a mesma, aumentar o valor de seus ativos e influenciar positivamente nas comunidades, beneficiando-as com medidas sociais de integração e ambientais.

Conforme expusemos no Capítulo III, a BOVESPA, no ano de 2000, deu um grande passo para alcançar a posição que ocupa atualmente em seu nicho bursátil, sendo considerada uma das maiores bolsas no mundo, principalmente após a fusão com a BMF, que resultou na criação da BMF-BOVESPA, inovando o desgastado e incipiente mercado de capitais brasileiro, com o lançamento dos segmentos especiais de listagem inspirados no Novo Mercado Alemão. Neste sentido, foram criados o N1, N2 e o NOVO MERCADO, que traziam a obrigatoriedade das companhias, que quisessem participar deste novo segmento, de adotarem mais regras de governança corporativa em seus estatutos.

Este cenário proporcionou uma guinada na poupança popular, sendo certo que várias companhias passaram a aderir aos citados segmentos especiais. Dentre

outras regras de governança corporativa, as companhias que aderissem a estes segmentos deveriam adotar mais regras de transparência nas informações, o conselho de administração deveria ter no mínimo 05 integrantes, sendo que 20% independente, o tag along deveria ser estendido para um maior número de acionistas, o free-float deveria ser de no mínimo 25%, etc.

As companhias perceberam que a adesão às regras de governança corporativa seria fundamental para atrair novos investidores, possibilitando o acesso a um capital muito mais barato, aumentando as chances de competitividade da companhia diante da abertura de mercado. De outro lado, os investidores também enxergaram um ambiente mais seguro para alocação de seus recursos, principalmente com o fortalecimento da CVM.

Em que pese todo este esforço ainda há muito o que ser feito. Nos EUA, por exemplo, ocorreu falhas de governança corporativa com a quebra da ENRON e da WORLDCOM, duas gigantes que operavam em setores sensíveis da economia norte-americana: o setor elétrico e de comunicação, respectivamente. Destacamos tal questão no Capítulo II, inclusive utilizando doutrina específica sobre o estudo de caso da ENRON. No Brasil ainda temos algumas práticas que precisam ser extirpadas, como a acumulação de cargos de Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente de uma mesma companhia.

De qualquer maneira, o legislador foi muito feliz ao positivar a necessidade de serem seguidos padrões de governança corporativa, sem explicitar o que seriam estes comportamentos. E não poderia ser de forma diferente, pois a governança corporativa constitui um conceito jurídico indeterminado, sendo construído o seu conceito a partir de práticas administrativas que são consideradas alinhadas à

necessidade maximização dos ativos da companhia, dos interesses dos acionistas e dos stakeholders, transparência nas relações societárias, prestação de contas e responsabilidade sócio-ambiental.

Quanto às regras de demonstrações financeiras padronizadas, deve-se citar a Lei 11.638/2007, que determina a todas as sociedades, mesmo que não sejam constituídas sob a forma da anônima, e que sejam consideradas de “grande porte”, a adoção do padrão internacional de contabilidade. Note-se que o conceito de “grande porte” está contido no artigo 3º, p. único, da Lei 11.638/2007:

Art. 3º: Aplicam-se às sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações, as disposições da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e a obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. Considera-se de grande porte, para os fins exclusivos desta Lei, a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais).

Há discussão se todas as sociedades de grande porte deverão publicar suas demonstrações financeiras ou apenas terão que seguir o padrão internacional de contabilidade. A discussão está centrada na sociedade limitada, pois a anônima, dependendo do número de sócios e de seu faturamento, já teria esta obrigação contida no artigo 294 da LSA.

O ofício n.º: 099/2008 do DNRC não reconhece a obrigação da sociedade limitada de grande porte de ter que publicar seus balanços, mas apenas no tocante à aplicação do padrão internacional de contabilidade. Da mesma maneira a CVM já se

manifestou no sentido de que não conseguiu extrair da citada lei qualquer obrigação da sociedade limitada em ter que publicar seus balanços.

De outro lado Modesto Carvalhosa<sup>234</sup> insiste na posição de que a própria ementa da referida norma faz menção à publicação, bem como o artigo 3º determinaria a publicação, salientando que não faria o menor sentido a lei determinar a observância do padrão internacional de contabilidade, sem a correspondente publicação:

“...Ocorre que a nova Lei n. 11.638/07, atendendo ao inquestionável interesse público envolvido, elimina essa constrangedora situação exigindo que as limitadas de grande porte, vale dizer, aquelas multinacionais que são dominantes ou relevantes nos diversos setores produtivos do país, passem a publicar os seus balanços, devendo seguir as mesmas regras contábeis determinadas pelo International Financial Reporting Standards - IFRS para as companhias abertas...”

Em nossa opinião, a sociedade limitada de grande porte não tem qualquer obrigação de publicar seus balanços, devendo apenas respeitar os padrões de contabilidade internacional, pois não conseguimos encontrar na Lei 11.638/2007 qualquer obrigatoriedade neste sentido, sendo irrelevante se a sociedade é uma multinacional e utiliza o modelo societário da limitada, pois não há proibição neste sentido em nosso ordenamento jurídico.

Sobre este tema, já tivemos a manifestação da Sexta Turma do Tribunal Regional Federal (TRF) da 3ª Região-SP<sup>235</sup>, que suspendeu uma liminar obtida junto à 25ª Vara Federal de São Paulo, pela Associação Brasileira de Imprensa (Abio) que impedia que empresas limitadas de grande porte registrassem atos societários nas

---

<sup>234</sup> CARVALHOSA, Modesto. Estudo a respeito de aspectos societários da nova Lei n. 11.638/2007, no que respeita às principais alterações nela contidas sobre a publicação de demonstrativos financeiros pelas limitadas de grande porte. Disponível em: <<http://www.oab.org.br/oabeditora/users/revista/1222959991174218181901.pdf>> acesso em 02/10/2009, às 06:00horas.

<sup>235</sup> Confira-se: <<http://www.ibracon.com.br/noticias/news.asp?identificador=3250>> acesso em 09/09/2009, às 23:55horas.

juntas comerciais sem que tenham publicado seus balanços em jornais, afastando o entendimento firmado pelo DNRC.

#### **4.9 VEDAÇÃO À ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA DA ASSUNÇÃO DA MAIORIA DO CAPITAL VOTANTE DA SPE NA PPP**

O artigo 9º, § 4, da Lei 11.079/2004 veda a possibilidade de a Administração Pública assumir a titularidade da maioria do capital votante da SPE. O objetivo do legislador foi o de evitar que a SPE na PPP seja transformada em uma sociedade de economia mista<sup>236</sup>. Como já foi destacado, a PPP foi criada para o parceiro privado orientasse os rumos da SPE e realizasse o empreendimento para ser remunerado por uma tarifa subsidiada ou pelo próprio Estado, quando não fosse possível cobrá-la.

Neste aspecto, deve-se considerar que concessão administrativa implicará a contraprestação exclusiva da Administração Pública, pois não haverá cobrança de tarifa. Dessa forma, a remuneração do setor privado será integralmente realizada pelas verbas repassadas pelo parceiro público<sup>237</sup>. Este cenário poder ensejar uma promiscuidade na relação com o parceiro privado, no sentido da Administração Pública

---

<sup>236</sup> Neste sentido, a orientação de Maria Sylvia Zanella Di Pietro, *in*, *Parcerias na Administração Pública*. São Paulo. Editora Atlas. 5ª Edição, Ano 2006, pág. 180: “O § 4º do artigo 9º veda a Administração Pública ser titular da maioria do capital votante das sociedades de propósito específico. A razão é óbvia: se o Estado detivesse a maioria do capital votante, a entidade passaria a integrar a Administração Pública indireta, o que não constitui objetivo do legislador.”

<sup>237</sup> Discorrendo sobre os objetivos da parceria público-privada, Arnoldo Wald, assinala, que: “na realidade, havia duas situações que não encontravam soluções na legislação das concessões: a) os serviços públicos em relação aos quais os usuários poderiam pagar uma determinada tarifa, mas não tinham condições de arcar como o pagamento do valor necessário para assegurar a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro da concessionária, havendo necessidade de subsídio...” *in*, *A Infraestrutura, as PPPs e a Arbitragem*. Revista do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro n.º 24, página 67. Julho/Dezembro de 2006.

utilizar tal artifício para se impor e controlar de fato a SPE. Essa preocupação não passou despercebida por Luiz Antônio Semighini de Souza<sup>238</sup>:

*“...De outro lado há o parceiro público que estando normalmente em posição de único comprador de serviços e assim de única fonte de receita da sociedade propósito único, vê a intervenção no dia-a-dia de tal sociedade como algo natural e desejável. O grande risco é que o controle de fato das sociedades de propósito específico passe a ser exercido pelo parceiro público, permitindo que amanhã argumentos bem formulados dêem ensejo a decisões judiciais que afastem todo o esforço legislativo que institui as parceiras público-privadas como forma de disciplinar o âmbito fiscal e o esforço de investimento...”*

O artigo 9º, § 4º menciona apenas a vedação da Administração Pública assumir a maioria do capital votante da SPE na PPP, mas não esclarece se tal vedação também alcançaria a possibilidade do Poder Público controlar a SPE na PPP. A Administração Pública poderia ser controladora da SPE?

É preciso considerar, como já ressaltamos no Capítulo III, que há uma enorme diferença entre ser acionista controlador de uma companhia e deter apenas a maioria do seu capital votante. Mais uma vez chamamos à atenção de que, nos termos do artigo 116 da Lei 6.404/76, o acionista controlador da companhia é a pessoa natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Desta maneira, constitui um erro grosseiro confundir o acionista majoritário, que é aquele possuidor do maior número de ações com direito a voto da companhia, com o controlador. Este sequer precisa ser acionista para controlar uma

---

<sup>238</sup> Conforme citado em seu artigo “Estágio das PPPs”, inserido na obra coletiva coordenada por Elena Landau. Regulação Jurídica do Setor Elétrico. Rio de Janeiro. Editora Lumen Júris. Página 527, ano 2006.

companhia, bastando que o controle piramidal seja adotado, conforme explicado no Capítulo II. Outra modalidade de controle é o exercido pelo acionista minoritário, quando o majoritário não comparece à assembléia exercendo o poder de deter o maior número de ações com direito a voto, que lhe permitiria eleger o maior número de conselheiros e orientar as atividades da companhia.

Neste contexto, é preciso saber se a vedação constante do dispositivo legal em análise alcançaria, também, a restrição da Administração Pública exercer o poder de controle da SPE. A resposta é afirmativa.

A nosso sentir, a Administração Pública não poderá ser controladora da SPE, pois se não poderia deter o maioria das ações com direito a voto, também não será admitido que exerça o controle. Ora, se a preocupação do legislador foi evitar que a Administração Pública transformasse a SPE em uma sociedade de economia mista, com muito mais razão para impedir que a controle. A vedação é decorrência da própria lógica, pois se assim não fosse, a vedação para assunção da maioria do capital votante seria inócua, ou seja, não poderia assumir o maior número de ações com direito a voto, mas poderia controlá-la? Ao se admitir a assunção do controle da SPE pela Administração Pública, estaríamos permitindo que o Poder Público passasse a dirigi-la e à orientá-la em suas atividades, elegendo o maior número dos conselheiros de administração.

Resta evidente a total incompatibilidade da permissão do controle da SPE ser exercido pela Administração Pública, pois esta acabaria se transformando em uma sociedade de economia mista mascarada de PPP. Consideramos, portanto, que a vedação à assunção da maioria do capital votante tem por objetivo, também, impedir que a SPE seja dirigida pela Administração Pública.

Destarte, se o objetivo não fosse este, qual teria sido a finalidade da vedação da assunção da maioria do capital **votante** da SPE? Deduz-se, que, se Administração Pública detivesse o maior número de ações do capital votante ela poderia, quando achasse conveniente, assumir o controle da companhia, comparecendo às assembléias, tomando as decisões que achasse alinhada aos seus interesses e elegendo o maior número de conselheiros. Muito embora o dispositivo não mencione a proibição da assunção do próprio poder de controle, parece evidente que a vedação o alcança, com muito mais razão!

No que diz respeito à possibilidade de a Administração Pública celebrar acordo de acionistas com o parceiro privado, com vistas à assunção do controle da SPE, parece-nos que tal avença será inviável, sob pena de violação da essência da norma que veda a possibilidade do Poder Público assumir a maioria do capital votante na SPE. Apenas poderíamos admitir a celebração de acordos de acionistas entre o parceiro privado e o Poder Público quando o objeto do contrato não implicasse no compartilhamento do controle com a Administração Pública. Em outras palavras, desde que o acordo de acionistas celebrado não conduza a Administração Pública ao controle da SPE, tal instituto poderá ser utilizado.

Maurício Portugal Ribeiro e Lucas Navarro Prado<sup>239</sup>, no entanto, sustentam que o dispositivo legal em referência deverá ser interpretado restritivamente. Para esses autores, seria possível a Administração Pública controlar a SPE na PPP, bem como celebrar acordos de acionistas para o exercício do poder de controle. Os autores destacam, ainda, que o objetivo da norma seria tão-somente impedir que o poder público pudesse deter a maioria do capital votante.

---

<sup>239</sup> Op. cit. Página 251.

Não podemos concordar com orientação acima aduzida, pois a Lei 11.079/2004 pretendeu impedir que a SPE fosse controlada pelo Poder Público. Ora, seria ilógico proibir a detenção da maioria do capital votante e ao mesmo tempo autorizar o controle da companhia<sup>240</sup>. A conclusão dos autores, com o devido respeito, é incoerente, pois estes sustentam que a Administração Pública não poderia gerir sistematicamente a SPE, porque isto acarretaria a violação do espírito da lei de parceria, como poderiam admitir o exercício do poder de controle, se este obrigatoriamente deva ser permanente?

De toda sorte, nada impede que seja criada em favor do Poder Público ou de qualquer financiador uma *golden share*<sup>241</sup>, já que, neste caso, a Administração Pública não estaria assumindo a maioria do capital votante ou o próprio controle da sociedade anônima. Na verdade, a utilização da *golden share* é instrumento bastante utilizado em favor de financiadores. Imagine-se, por exemplo, que a SPE tenha emitido debêntures. Para um maior controle dos credores sobre a sociedade, essa emissão de debêntures poderá ter a previsão de criação de uma ação *golden share* para o representante da classe dos debenturistas para que possam exercer controle da SPE financiada<sup>242</sup>.

---

<sup>240</sup> Se for necessário assumir o controle, para assegurar a continuidade do serviço público, como poderia ocorrer em caso de grave crise econômica financeira experimentada pelo parceiro privado ou até mesmo se esta situação afetar a economia mundial, o ente federativo poderia socorrer a SPE, mas, assumindo o controle, não seria mais considerada uma parceria público-privada. Mas, se assumir de forma temporária, ou seja, apenas para transferir o controle para o setor privado, não vemos qualquer problema.

<sup>241</sup> A Lei 6.404/76 traz, no artigo 17, § 7º, a possibilidade de criação deste tipo de ação nas companhias que forem objeto de desestatização.

<sup>242</sup> Conforme Modesto Carvalho e Nelson Eizirik, *in*, A Nova Lei de S/A. São Paulo. Editora Saraiva. Ano 2002, págs. 110/116: “A utilização da Golden Share esteve sempre associada aos processos de privatização, nos quais ente desestatizante, transferindo o exercício de relevantes atividades para o setor privado, deseja manter-se com o controle sobre determinados assuntos que afetam o interesse público....Assim, com o objetivo de assegurar a continuidade da prestação desses serviços, na conformidade do interesse público envolvido, cuidou o governo inglês de preservar determinados direitos seus através da golden shares para, assim, manter, por outro meio, sua função de agente regulador, tanto no que se refere à continuidade desses serviços, como no que respeita à manutenção da tarifa adequada...Isso permite ao governo atuar como uma agência reguladora agindo não de forma externa, mas internamente às companhias privatizadas...Neste caso, o Estado pode exercer uma função reguladora

A Lei de Parcerias Público-Privadas, no entanto, autorizou uma única exceção legal, permitindo que a instituição financeira pública controlada pela Administração Pública, assuma a maioria do capital votante da SPE, com vistas a realizar a sua reestruturação financeira. Da mesma forma que admite a assunção da maioria das ações com direito a voto da SPE na PPP, a instituição financeira controlada pelo Poder Público, por consequência lógica, também poderá controlá-la. Esse mecanismo permite que o BNDES possa intervir e assumir o controle da SPE. Esse mecanismo já é adotado pelo BNDES em seus financiamentos, com a adoção de cláusulas em acordos de acionistas, recorrendo, por exemplo, ao *drag along*.<sup>243</sup>

#### **4.10- A LEI DE PARCERIA PÚBLICO-PRIVADA DO RIO DE JANEIRO: LEI 5068/2007**

O Estado do Rio de Janeiro, seguindo a tendência nacional, também editou a sua Lei de Parceria Público-Privada, tendo instituído o Programa Estadual de PPP, podendo ser aplicado em diversas áreas, tais como, educação, cultura, saúde, assistência social, transporte, rodovias, sistema penitenciário, habitação, esporte, lazer, dentre outras, conforme artigo 4º.

Os princípios norteadores deste Programa estão previstos no artigo 5º, podendo ser destacado que uma das principais diretrizes da parceria público-privada é a eficiência e a transparência das relações na execução da missão do Estado.

---

dos mercados, mantendo-se por período determinado no controle de certas decisões estratégicas da empresa...”

<sup>243</sup> A cláusula *drag along* representa a possibilidade do BNDES, mesmo na condição de minoritário, obrigar o majoritário a alienar sua participação para um investidor interessado em adquirir as ações do banco de financiamento.

A Lei Estadual do Rio de Janeiro, no que se refere ao tema deste trabalho, não inovou em relação à Lei Federal, tendo determinado a instituição de uma SPE no ato da homologação do processo licitatório, nos exatos termos do artigo 12, § 2º, assim como a sua submissão ao gerenciamento e à fiscalização do Poder Público, permitindo o acesso de seus agentes às instalações, informações e documentos inerentes ao contrato, inclusive no exame dos documentos contábeis.

A nosso sentir, andou bem o legislador estadual ao se concentrar no exame das diretrizes do Programa Estadual, já que o próprio edital poderá estabelecer outras medidas a serem adotadas na constituição da SPE. Como vimos anteriormente, poderão ser celebrados acordos de acionistas ou de quotistas, conforme o caso, para detalhar a parceria firmada com o parceiro privado.

## CONCLUSÕES

Ao final desse estudo, podemos apresentar as seguintes conclusões objetivas sobre o modelo societário a ser escolhido para a exploração de uma Sociedade de Propósito Específico na Parceria Público-Privado:

- 1) Existem, em nosso ordenamento jurídico, seis tipos societários: sociedade simples, sociedade em nome coletivo, sociedade em comandita simples, sociedade limitada, sociedade anônima e sociedade em comandita por ações;
  
- 2) A SPE não é considerado um novo tipo societário, devendo ser constituída sob a forma de um destes modelos de sociedade já existentes em nosso ordenamento jurídico, sendo criada como forma de segregação de riscos e separação patrimonial;
  
- 3) A SPE se aproxima da *joint venture* por também explorar um negócio específico, mas dela se afasta diante da constatação de que na SPE haverá a constituição de uma sociedade, com personalidade jurídica autônoma, enquanto que a *joint venture* poderá ser criada sem que haja a constituição de uma sociedade e o controle deverá ser sempre compartilhado e equilibrado;
  
- 4) A SPE não se confunde com um consórcio, pois este não possui personalidade jurídica. É comum a obrigação do consórcio vencedor da licitação ter que constituir uma SPE para exploração do negócio, principalmente quando se tratar de concessão de serviço público, na forma do artigo 20 da Lei 8.987/95, desde que esteja previsto no edital de licitação;
  
- 5) É comum e recomendado que o edital de licitação contenha a previsão da criação da SPE pelo vencedor da licitação para exploração da concessão, como forma de separação patrimonial e segregação de ativos;
  
- 6) A Lei de Recuperação e Falências – Lei 11.101/2005 – arrola como um dos meios de recuperação judicial a constituição de uma SPE pela sociedade em recuperação judicial,

que poderá servir de técnica para separação patrimonial, securitização de recebíveis ou emissão de valores mobiliários;

7) A Lei Complementar 123/2006 permite a criação de uma SPE por microempresas e empresas de pequeno porte, com a finalidade de obterem ganhos de escala e otimização de seus ativos. O artigo 56 da LC 123/2006 embora não faça menção apenas ao consórcio, deve ser interpretado de forma ampla, para abranger o conceito de SPE;

8) Dentre os tipos societários existentes, apenas o modelo da sociedade limitada e da sociedade anônima possuem características que viabilizam a opção pelo investidor para a exploração de uma sociedade de propósito específico;

9) A sociedade limitada pode ser considerado como modelo para a exploração da SPE na PPP, salvo se houver a pretensão de negociar valores mobiliários no mercado de capitais, pois, neste caso, apenas se admitirá uma sociedade anônima aberta.

10) A sociedade limitada apresenta algumas características que não se revelam atraentes para o desenvolvimento de uma parceria público-privadas, principalmente em razão de suas normas ainda não estarem definidas pela jurisprudência e doutrina, considerando que o Código Civil de 2002 possui apenas 07 (sete) anos de existência;

11) As normas que tratam da sociedade limitada precisam ser completadas pela fonte normativa supletiva, conforme artigo 1.053 do Código Civil, o que traz uma certa insegurança sobre o alcance de seus dispositivos.

12) Na sociedade limitada, embora seja admitido pela doutrina e utilizado na prática, os acordos de quotistas, que é um instrumento societário de equilíbrio interno importante para o desenvolvimento da atividade, não encontra qualquer dispositivo legal, sendo empregada a norma prevista na Lei de S/A;

13) A sociedade anônima pode ser classificada em sociedade fechada ou aberta, sendo certo que apenas a segunda está autorizada a captar recursos junto ao mercado de capitais.

14) A sociedade anônima aberta apresenta uma enorme vantagem em relação aos demais tipos societários, qual seja, a possibilidade de captar recursos a um custo muito mais barato no mercado de capitais, enquanto que as demais deverão obtê-los através empréstimos junto às instituições financeiras ou utilizar capital próprio.

15) A sociedade anônima aberta poderá, então, emitir debêntures no mercado de capitais para obtenção do capital necessário para a realização do projeto ou para a prestação de serviços.

16) As normas previstas para a sociedade anônima já foram devidamente testadas pela jurisprudência e doutrina especializada, sendo certo que o alcance de seus dispositivos não encontra qualquer dificuldade para sua compreensão, pois estão em vigor desde 1976.

17) Os acordos de acionistas encontram regulamentação própria na Lei 6.404/1976, comportando, em alguns casos, a execução específica ou até mesmo o exercício da autotutela, o que confere segurança e celeridade nos cotidiano societário;

18) A parceria público-privada é um excelente instrumento para o desenvolvimento de negócios com o setor privado, devendo, neste caso, ser constituída uma SPE antes da celebração do contrato.

19) A constituição de uma SPE na PPP irá facilitar o controle exercido pelo poder público dos recursos que irão ingressar na sociedade criada, evitando-se que haja uma confusão entre aqueles pertinentes ao contrato e outros que seriam recebidos pelo parceiro privado se não houve esta separação.

20) Dessa forma, o vencedor da licitação deverá constituir uma SPE antes da celebração do contrato de concessão e, caso seja um consórcio de sociedades, estas deverão manter o controle da SPE, cuja alteração somente poderá ocorrer com a anuência do poder público, conforme artigo 27 da Lei 8.987/95;

21) Além dos instrumentos que possuiria para o exercício deste controle, o parceiro público poderá reservar para uma *golden share* que lhe irá proporcionar o direito de veto e eleição de membros para o conselho de administração.

22) O parceiro público não poderá, contudo, assumir o controle da sociedade de propósito específico para exploração de uma PPP, por existir norma expressa que veda a assunção do controle, justamente para não ser confundida como uma sociedade de economia mista, salvo na hipótese do artigo 5º, § 2º, Inciso I, da Lei 11.079/2004.

23) O parceiro público poderá, para assegurar a aplicação do princípio da continuidade do serviço público, assumir temporariamente o controle e até transferi-lo para o setor privado.

24) Na parceria público-privada, apenas poderíamos admitir a celebração de acordos de acionistas entre o parceiro privado e o Poder Público quando o objeto deste contrato não implicar o compartilhamento do controle com a Administração Pública. Em outras palavras, desde que o acordo de acionistas celebrado não conduza a Administração Pública ao controle da SPE, tal instituto poderá ser utilizado.

25) Na parceria público-privada, independentemente do tipo societário escolhido, deverão ser observadas as regras de governança corporativa e seus quatro princípios: i) transparência; ii) equidade; iii) prestação de contas; e iv); responsabilidade sócio-ambiental.

26) É possível utilizar dois tipos societários como modelo de SPE na PPP: sociedade limitada ou anônima. É certo que tudo dependerá das características do negócio a ser explorado, mas por conta de algumas limitações aplicadas às sociedades limitadas, parece-nos que a sociedade anônima está em vantagem, principalmente, se a estratégia

de negócios compreender a emissão de valores mobiliários. E, se esta for a pretensão, será importante considerar a possibilidade de ser constituída uma sociedade anônima aberta, já que apenas esta poderá obter recursos junto ao mercado de capitais.

## **BIBLIOGRAFIA**

BARROSO, Luis Roberto. Sociedade de Economia Mista Prestadora de Serviço Público. Cláusula Arbitral Inserida em Contrato Administrativo sem Prévia Autorização Legal. Invalidez. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, 19, pág. 434.

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

BERTOLDI, Marcelo M. O Poder de Controle na Sociedade Anônima - Alguns Aspectos. Revista de Direito Mercantil. Vol. 118 - abril-junho 2000.

BORBA, J. E. Tavares. Direito Societário. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 8ª edição, 2003.

BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. Rio de Janeiro. Editora Renovar. 8ª Edição, 2003.

BORBA, J. E. Tavares. Temas de Direito Comercial. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2007.

BRANCO, Adriano Castello. O Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2ª Edição, 2007.

CAMPINHO, Sérgio. O Direito de Empresa à Luz do Novo Código Civil. Editora Renovar: Rio de Janeiro, 6ª Edição, 2005.

CARNEIRO, Cristiane Dias. Adoção de Cláusulas de Arbitragem nos Contratos da Administração Pública e, em Especial, pelas Estatais. Coord. Marcos Juruena Villela Souto. Direito Administrativo Empresarial. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2006.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. A Nova Lei de S/A. São Paulo: Editora Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Editora Saraiva, v.4, 1998.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. São Paulo: Editora Saraiva, Vol. 2, 1.998.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil. São Paulo: Editora Saraiva, 2003.

CASTRO, Rodrigo Monteiro e ARAGÃO, Leandro Santos de (Coordenadores). Sociedade Anônima. São Paulo. Quartier Latin, 2007.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.) . Direito Societário – Desafios Atuais. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2009.

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Societário. São Paulo. Editora Saraiva, 5ª edição, Volume 2, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Parcerias na Administração Pública. São Paulo. Editora Atlas, 2006.

DOLINGER, Jacob e TIBÚRCIO, Carmem. Direito Internacional privado: Arbitragem Comercial Internacional. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2003.

EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e Responsabilidade do Administrador de Companhia Aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n.º: 50, 1983.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Regime Jurídico do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008

ENEI, José Virgílio Lopes. Project Finance. São Paulo. Editora Saraiva, 2007.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Direito de Empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007.

GRAU, Eros Roberto. A Ordem Econômica na Constituição de 1988. Malheiros. São Paulo. 10ª Edição, 2005, pág. 245:

GUIMARÃES, Márcio Souza. Controle Difuso das Sociedades Anônimas pelo Ministério Público. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2006.

JORGE, Tharsis Nametala Sarlo. Manual das Sociedades Limitadas. Editora Lumen Juris: Rio de Janeiro, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. – Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, v.2, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, Voulme II. Pareceres.

LANDAU, Elena, Coordenadora. Regulação Jurídica do Setor Elétrico. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2006.

LAWTHER, Wendell C. Privatizing Toll Roads: a Public-Private Partnership. Praeger Publishers, 2000.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. O Voto Múltiplo na Eleição do Conselho de Administração das Sociedades Anônimas. Revista Forense, vol. 270, abr./jun. 1980.

LOBO, Jorge Joaquim. Sociedades Limitadas. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2004.

LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Limitadas. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 6ª Edição, atualizada e ampliada, 2005.

MILHAUPT, Curtis J. e PISTOR, Katharina. Law and Capitalism: What Corporate Crises Revel About Legal Systems and Economic development Around The World. Chicago: Editora University Of Chicago Press, 2008.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Arbitragem nos Contratos Administrativos, Revista de Direito Administrativo, vol. 209, jul-set, 1997, pp. 81-90.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Mutações do Direito Administrativo. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2ª Edição, 2001.

NEGRÃO, Ricardo. Manual de Direito Comercial e de Empresa, volume I. São Paulo: Editora Saraiva, 2003, 3ª Edição Reformulada.

OSÓRIO, Fábio Medina e SOUTO, Marcos Juruena Villela. Direito Administrativo. Estudos em Homenagem a Diogo de Figueiredo Moreira Neto. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2006.

PANTOJA, Teresa Cristina G. “Anotações sobre as pessoas jurídicas”. In A Parte Geral do Novo Código Civil: Estudos na Perspectiva Civil-Constitucional. Coordenador Gustavo Tepedino. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, 2ª edição.

PASIN, Jorge Antônio Bozoti e BORGES, Luiz Ferreira Xavier. A Nova Definição de Parceria Público-Privada e Sua Aplicabilidade na Gestão de Infra-Estrutura Pública. Rio de Janeiro. Revista do BNDES. V.10. N.20. Pág.173/96, Dezembro de 2003.

PAVANI, Sérgio Augusto Zampol e ANDRADE, Rogério Emílio de (coordenadores). Parcerias Público-Privadas. São Paulo. Editora MP, 2006.

PERIN JUNIOR, Ecio. A Lei N. 10.303/2001 e a Proteção do Acionista Minoritário. São Paulo: Saraiva, 2004.

PRADO, Roberta Nioac. Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A. – Tag Along. São Paulo. Quartier Latin, 2005.

PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005.

REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial. São Paulo: Editora Saraiva, Vol. 2, 2003.

RIBEIRO, Maurício Portugal e PRADO, Lucas Navarro. Comentários à Lei de PPP Parceria Público-Privada. São Paulo. Editora Malheiros, 2007.

RIBSTEIN, Larry E. and ALCES, Kelli A. Directors' Duties in Failing Firms. Journal of Business and Technology Law, Forthcoming; FSU College of Law, Public Law

Research Paper No. 234; U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE06-004.  
Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=880074>.

ROCHA, Henrique Bastos. Sociedades Prestadoras de Serviços Públicos. Dissertação de Mestrado para obtenção do título de mestre na Universidade Cândido Mendes. Não publicada.

RODRIGUES, Bruno Leal. Formas de Associações de Empresas Estatais: Acordo de Acionistas, Formação de Consórcios e Participações em Outras Empresas. Coord. Marcos Juruena Villela Souto. Direito Administrativo Empresarial. Editora Lumen Juris: Rio de Janeiro, 2006.

SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. São Paulo, Malheiros Editores, 2002, 2ª edição reformulada.

SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007

SOUTO, Marcos Juruena Villela (Coord.). Direito Administrativo Empresarial. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. Direito Administrativo Contratual. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2004, pág. 94

SOUTO, Marcos Juruena Villela. Direito Administrativo da Economia. Rio de Janeiro. Editora Lumen Juris, ano 2003.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. Direito Administrativo das Parcerias. Rio de Janeiro. Editora Lumen Juris, ano 2005.

SUSSMAN, Ronald R. and KLEINE, Benjamin H. What Is Deepening Insolvency?  
Norton Journal of Bankruptcy Law and Practice, Volume 15, pág. 793/799.

TOMAZETTE, Marlon. Direito Societário. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2003.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A CVM e os Contratos de Investimento Coletivo (“boi gordo” e outros). Revista de Direito Mercantil, v. 108, p. 91 e seguintes.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial, Vol. 2- Teoria Geral das Sociedades – As Sociedades em Espécie do Código Civil. São Paulo: Malheiros, 2006

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Das Pessoas Sujeitas aos Regimes de Recuperação de Empresas e ao da Falência. Coord. Luiz Fernando Valente de Paiva. Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas. Editora Quartier Latin: São Paulo, 2005.

WALD, Arnold (coord. Sálvio de Figueiredo Teixeira). Comentários ao Novo Código Civil: Livro II – Do Direito de Empresa (artigos 966 a 1.195), Volume XIV. Rio de Janeiro. Editora Forense, 2005.

WALD, Arnoldo. A Infra-estrutura, as PPPs e a Arbitragem. Revista do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro n.º 24, Julho/Dezembro de 2006.

#### **INTERNET**

VIANNA, Marcelo Soares. <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/090826NotA.asp>, acesso em 29 de setembro de 2009, às 04:15horas.

MORELLI, Renata <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/090805NotB.asp> acesso em 29 de setembro de 2009, às 03:40horas

SOARES, Rodrigo Oliveira e KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Relações entre Estrutura de Propriedade e Estrutura de Capital no Brasil” <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1496/fin-corp-08.pdf?sequence=1>>, acesso em 22 de julho de 2009, às 22:46horas.

JUSTINO, Gustavo Henrique. A arbitragem e as Parcerias Público-Privadas. Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico. Salvador. Instituto de Direito Público da Bahia, n. 2, maio/junho/julho, 2005. Disponível na internet no endereço eletrônico: <[www.direitodoestado.com.br](http://www.direitodoestado.com.br)> acesso em 20/11/2008, às 13:00horas.

FERREIRA, Bruno. A Responsabilidade dos Administradores e os Deveres de Cuidado Enquanto Estratégias de Corporate Governance: Implicações da Reforma do Código das Sociedades Comerciais” <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/4E827D52-114A-4E50-A0BF-D3DACC4CBD05/11374/Artigo1.pdf>, acesso em 22 de julho de 2009, às 23:14horas.

CARVALHOSA, Modesto. A nova legislação contábil e as limitadas. <[http://www.aasp.org.br/aasp/imprensa/clipping/cli\\_noticia.asp?idnot=2309](http://www.aasp.org.br/aasp/imprensa/clipping/cli_noticia.asp?idnot=2309)>, acesso em 02 de setembro de 2009, às 21:15horas.

CARVALHOSA, Modesto. Estudo a respeito de aspectos societários da nova Lei n. 11.638/2007, no que respeita às principais alterações nela contidas sobre a publicação de demonstrativos financeiros pelas limitadas de grande porte. Disponível em: <<http://www.oab.org.br/oabeditora/users/revista/1222959991174218181901.pdf>> acesso em 02/10/2009, às 06:00horas.

ALMEIDA, José Gabriel de Assis. O Novo Código Civil e as Sociedades Estrangeiras. <http://www.unirio.br/direito/Artigosprofessores/artigogabriel.htm>>, acesso em 18 de setembro de 2009, às 20:00horas.

Bainbridge, Stephen M., Rethinking Delaware's Corporate Opportunity Doctrine (November, 06 2008). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-17. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1296962>, acesso em 29 de setembro de 2009.

[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)

[www.administradores.com.br](http://www.administradores.com.br)

<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u385826.shtml>

[www.expomoney.com.br](http://www.expomoney.com.br)

[www.br.noticias.yahoo.com](http://www.br.noticias.yahoo.com)

[www.economia.uol.com.br](http://www.economia.uol.com.br)

[www.2rio.rj.gov.br](http://www.2rio.rj.gov.br)

[www.valor.com.br](http://www.valor.com.br)

[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

[www.railvolution.com/rv2005](http://www.railvolution.com/rv2005)

[www.interserveplc.co.uk](http://www.interserveplc.co.uk)

[www.jucerja.gov.br](http://www.jucerja.gov.br)

<<http://cesartiburcio.wordpress.com/category/carona-free-rider/>>

## **PERIÓDICOS**

Revista do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro;

Revista Capital Aberto

Revista de Direito Mercantil

Revista do BNDES

Revista de Direito Administrativo

Jornal Valor Econômico