

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 21**

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

Rio de Janeiro  
**julho / dezembro de 2017**



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

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

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

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

**Pareceristas Deste Número:** Adem Bafti (UNIVAP), Gerson Branco (UFRGS), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Milena Donato Oliva (UERJ), Samuel Max Gabbay (IFRJ) e Tula Wesendonck (UFRGS).

**PATROCINADORES:**



ISSN 1983-5264

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

---

Revista semestral de direito empresarial. — nº 21 (julho/dezembro 2017)

. — Rio de Janeiro: Processo, 2007-.

v.

UERJ

Campinho Advogados

Moreira Menezes, Martins, Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---

\* Publicada no segundo semestre de 2018.

# Colaboraram neste número

## **Alexandre Couto Silva**

Doutor pela Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais. Mestre pela Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais. Advogado.

E-mail: alexandre@coutosilva.com.br

## **Arnoldo Wald**

Doutor *Honoris Causa* da Universidade Panthéon-Assas (Paris II) e do Instituto de Direito Público (IDP). Professor Catedrático de Direito Civil na Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Advogado.

E-mail: aw@wald.com.br

## **Eduardo Tomasevicius Filho**

Doutor em Direito Civil pela Universidade de São Paulo (USP). Mestre em História Social pela USP. Bacharel em Direito pela USP. Livre-Do-cente em Direito Civil pela USP. Professor Associado do Departamento de Direito Civil da Faculdade de Direito da USP.

E-mail: tomasevicius@usp.br

## **Giovanna Mazetto Gallo**

Mestre em Direito das Relações Econômicas Internacionais pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP). Especialista em Responsabilidade Civil pela Universidade de Salamanca. Advogada.

E-mail: giovanna@wald.com.br

## **Ivo Waisberg**

Doutor em Direito das Relações Econômicas Internacionais e mestre em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP). *Master of Laws* em Regulação pela *New York University*. Professor de Direito Comercial da PUC-SP. Livre-docente em Direito Comercial. Advogado em São Paulo.

E-mail: ivo@twk.com.br

**José Carlos Jordão Pinto Dias**

Doutorando em Direito de Empresa e Atividades Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Mestre em Direito de Empresa e Atividades Econômicas pela UERJ. Advogado.

E-mail: josecarlosjpd@gmail.com

**Mariana Campinho**

*Master of Laws* (LL.M.) pela *Columbia Law School*. Bacharel em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Advogada.

E-mail: mcampinho@campinhoodv.com

**Mauricio Moreira Menezes**

Doutor e Mestre em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Professor Titular de Direito Comercial da UERJ. Advogado.

E-mail: mauricio@moreiramenezes.com.br

**Ricardo Villela Mafra Alves da Silva**

Doutorando pela Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Advogado.

E-mail: ricardovmafra@gmail.com

**Sérgio Campinho**

Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Advogado.

E-mail: scampinho@campinhoodv.com

# Sumário

O REGIME JURÍDICO DA FIXAÇÃO DO PREÇO DE EMISSÃO DAS AÇÕES NO AUMENTO DE CAPITAL Arnoldo Wald e Giovanna Mazetto Gallo .....	1
REVERSÃO DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR E A SUA NECESSÁRIA DESTINAÇÃO Sérgio Campinho.....	17
MULTILENIÊNCIA DO EMPRESÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO Mauricio Moreira Menezes .....	57
INCREASED COMPETITION BETWEEN STOCK EXCHANGES AND THEIR CURRENT ROLE IN CORPORATE GOVERNANCE Mariana Campinho.....	89
CAUSAS DA REGULAÇÃO DIFERENCIADA DA ATIVIDADE BANCÁRIA Ivo Waisberg.....	113
A ALIENAÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIA COMO REMÉDIO CONCORRENCIAL: REFLEXÕES SOBRE SEUS LIMITES E A NECESSÁRIA CONCILIAÇÃO ENTRE INTERESSES PÚBLICOS E PRIVADOS Alexandre Couto Silva e Ricardo Villela Mafra Alves da Silva .....	149
ASPECTOS JURÍDICOS DA LOGÍSTICA DO COMÉRCIO ELETRÔNICO Eduardo Tomasevicius Filho .....	199
ASPECTOS CONTROVERTIDOS DO FACTORING NO BRASIL José Carlos Jordão Pinto Dias.....	227



# **O REGIME JURÍDICO DA FIXAÇÃO DO PREÇO DE EMISSÃO DAS AÇÕES NO AUMENTO DE CAPITAL<sup>1</sup>**

## **THE LEGAL REGIME OF THE FIXING OF THE ISSUE PRICE OF SHARES IN CAPITAL INCREASES**

*Arnoldo Wald  
Giovanna Mazetto Gallo*

*Resumo:* O presente artigo tem por objetivo analisar os critérios previstos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações) para a fixação do preço de emissão de ações no aumento de capital, destacando a importância do interesse social, à luz da doutrina e jurisprudência. Tais critérios são (i) a perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; e (iii) a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

*Palavras-chave:* Sociedades por ações. Preço de emissão de ações. Critérios para fixação. Interesse Social. Art. 170 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações).

*Abstract:* This paper intends to analyze the criteria set forth in Law 6,404 of December 15, 1976 (Brazilian Corporation Law) to determine the issue price of shares in capital increases, highlighting the

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 31.11.2018 e aceito em 10.12.2018.

importance of corporate interest, taking into consideration the opinion of legal experts and the decisions of CVM (the Brazilian agency corresponding to the United States SEC) and the Superior Courts. These criteria are (i) the profit expectations of the company; (ii) the net worth of the share; and (iii) the quotation of the shares on the Stock Exchange or organized over-the-counter market, admitting premium or discount value due resulting from market conditions.

*Keywords:* Corporations. Share issue price. Criteria for fixing. Corporate Interest. Art. 170 of Law 6404, of December 15, 1976 (Brazilian Corporation Law).

*Sumário:* Introdução. 1. Critérios previstos na Lei nº 6.404/1976. 2. A importância do interesse social na fixação do preço de emissão. 3. Jurisprudência. Conclusão.

## **Introdução.**

O tema da fixação do preço de emissão das ações em aumento de capital vem sendo debatido há tempos, mas continua chamando atenção e trazendo desafios para administradores, acionistas e assessores financeiros, especialmente quando envolve diluição da participação dos acionistas.

O interesse social, para fins de fixação do preço de emissão, corresponde ao maior valor que torne possível a subscrição do total das ações emitidas na operação, de forma que a companhia possa captar integralmente o montante necessário, conforme já declarou a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Ver Pareceres de Orientação CVM nº 1 (de 27 de setembro de 1978) e nº 5 (de 3 de dezembro de 1979) e Processo CVM nº RJ 2010/16884, julgado em 17 de dezembro de 2013, voto do Diretor Relator Otávio Yazbek.

Devemos ter em consideração que o interesse da companhia se sobrepõe aos interesses individuais dos acionistas e justifica a eventual diluição decorrente do aumento de capital em situações específicas e justificadas, de acordo com as regras estabelecidas pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“LSA” ou “Lei nº 6.404/1976”).

Neste artigo, discutiremos os critérios aceitos para a fixação do preço de emissão de ações no aumento de capital, destacando a importância do interesse social, à luz da doutrina e jurisprudência.

Tais critérios são (i) a perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; e (iii) a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

## **1. Critérios previstos na Lei nº 6.404/1976.**

O preço de emissão de ações deve ser fixado com base em um ou mais critérios estabelecidos no art. 170, § 1º, da LSA, sendo o valor da cotação das ações considerado o mais adequado nos casos de companhia aberta.

Tratando do preço de emissão das ações em aumento de capital, o art. 170 da Lei nº 6.404/1976 com a redação da Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997 (“Lei nº 9.457/1997”), dispõe:

Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

§ 1º. O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência, para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

- I. a perspectiva de rentabilidade da companhia;
- II. o valor do patrimônio líquido da ação;
- III. a cotação de suas ações em Bolsa de Valores

ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

§ 2º. A assembleia geral, quando for de sua competência deliberar sobre o aumento, poderá delegar ao conselho de administração a fixação do preço de emissão de ações a serem distribuídas no mercado.

[...]

§ 7º. A proposta de aumento de capital deverá esclarecer qual o critério adotado nos termos do § 1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.

A Lei nº 9.457/1997, além de explicitar as disposições da Lei nº 6.404/1976, permitiu a adoção alternativa e cumulativa dos critérios enunciados no seu art. 170, §1º, estabelecendo que, em se tratando de aumentos de capital, através da emissão de novas ações, o preço de emissão das ações deverá ser fixado levando-se em consideração os seguintes três parâmetros:

- (i) perspectivas de rentabilidade da companhia;
- (ii) o valor do patrimônio líquido; e
- (iii) o valor da cotação das ações no mercado.

Esclarecendo a evolução legislativa, esclarece Nelson Eizirik, invocando a lição de Fábio Konder Comparado, que:

A nova redação da norma visou a corrigir os equívocos de interpretação até então verificados, ficando claro que não é necessário que a companhia utilize os 3 (três) critérios em conjunto, ou faça qualquer ponderação entre eles. Pode, portanto, ser legitimamente utilizado um dos critérios ou efetivar-se uma ponderação entre 2 (dois) ou os 3 (três) deles, por decisão fundamentada da companhia. Confirmou-se o objeto original da Lei das S.A. de conferir um poder discricionário ao órgão que decide o aumento de capital – assembleia

geral ou conselho de administração – no estabelecimento do preço de emissão das ações por ocasião do aumento de capital.<sup>3</sup>

O propósito do legislador, ao ditar os preceitos disciplinadores da fixação do preço de emissão de ações, foi, declaradamente, o de evitar uma diluição injustificada da participação dos antigos acionistas.

Aliás, a exposição de motivos da Lei nº 6.404/1976 esclareceu que as novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação (de troca, de patrimônio líquido ou de rentabilidade) e não pelo valor nominal.

Salienta que a emissão de ações pelo valor nominal, quando a companhia pode estabelecer preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada da participação dos acionistas, que não têm condições de acompanhar o aumento.

De fato, a existência do direito de preferência nem sempre oferece proteção suficiente a todos os acionistas. A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor assegura os interesses dos acionistas, inclusive daqueles que não subscreverem o aumento, e por isto deve ser adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital, como explicita a exposição de motivos.

Nos primórdios de vigência da LSA, a CVM manifestou o seu entendimento acerca da disciplina da matéria, fazendo ponderações que permanecem atuais, salientando:

[...] deve-se entender que o legislador ao se referir à hipótese de “diluição injustificada”, admitiu, “a contrario sensu”, a possibilidade da ocorrência de hipótese de “diluição/justificada”. E a questão se circunscreverá sempre em saber-se, na hipótese

---

3 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, v. II, p. 497.

de constatação de uma diluição da participação dos antigos acionistas, se a mesma foi ou não justificada. Esta será, realmente a maior questão a ser considerada no que se refere à eficácia do parágrafo 1º do art. 170 do relacionamento de uma Companhia com seus acionistas [...]. O que se deve esperar de uma Companhia Aberta é que não fique ela indiferente ao mercado de suas ações. Através, principalmente, de uma constante divulgação sobre sua real situação e potencialidades, estará a companhia contribuindo para o surgimento de um mercado real, para suas ações, ou seja, um mais eficiente e natural caminho para sua capitalização. Atendendo a esta filosofia, portanto, é que deve ser considerado como dever da Companhia Aberta sempre envidar seus maiores esforços no sentido de fazer com que o mercado venha a refletir o real valor de suas ações. E é dentro deste princípio que deverá sempre ser analisada a ocorrência da mencionada hipótese de “diluição justificada” da participação dos antigos acionistas, hipótese esta indiretamente admitida pelo comentário parágrafo 1º do art. 170.<sup>4</sup>

Mais especificamente, salientou o Parecer de Orientação expedido pela CVM, nº 5, de 3 de dezembro de 1979 que, nas companhias abertas, dentre os três critérios enunciados pelo § 1º do art. 170 da LSA, o relativo à cotação das ações no mercado tenderá a assumir especial importância, representando o principal parâmetro.

A doutrina tem ressaltado que a norma do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/76 não fixa um comportamento formalista ou estritamente vinculado para o órgão societário incumbido de determinar o preço de emissões de ações de aumento de capital, mas confere-lhe um poder relativamente discricionário, pela fixação de um quadro de referências, dentro do qual pode ser determinado esse preço, de acordo

---

4 Pareceres de Orientação CVM nº 1 (de 27 de setembro de 1978) da Comissão de Valores Mobiliários.

com as circunstâncias de cada caso concreto e em função do interesse societário, respeitados os direitos dos minoritários.

Neste ponto, resta clara a importância da explicitação, tanto na proposta da administração quanto na própria assembleia que deliberará o aumento, sobre os critérios e números que foram levados em consideração para a fixação do preço de emissão.

Salientam ainda os Professores Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira que a lei não exige que o preço de emissão seja fixado segundo os três critérios de avaliação que menciona, mas apenas “tendo em vista” esses critérios.<sup>5</sup> E esclarecem ainda que a única justificativa para a diluição da participação dos acionistas é o interesse da companhia, sendo legítima na medida em que se impõe para atender ao interesse social, tema tratado no capítulo subsequente.

Com a reforma procedida pela Lei nº 9.457/1997, deve-se entender que, mesmo adotados cumulativamente, poderá haver a prevalência de somente um dos três parâmetros sobre os demais, quando da fixação do preço de uma nova emissão daquela ação, principalmente em função da situação do mercado de ações, à época da emissão.

O primeiro dos critérios, enunciado no inciso I do § 1º art. 170 da LSA – perspectiva de rentabilidade da companhia – de natureza estimativa, consiste no valor presente da ação, baseado nos lucros que estão projetados para a ação. Está fundado, portanto, na participação do acionista nos lucros sociais. Este critério é muito utilizado nos aumentos que visam à entrada de novos investidores em *startups* e outras sociedades anônimas de capital fechado.

Já o valor de patrimônio líquido (art. 170, § 1º, inciso II, da LSA) tem por pressuposto o direito do sócio de participar do acervo social, ou seja, a parte do patrimônio da sociedade que caberá à ação,

---

5 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luis Bulhões. *A Lei das S/A (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 502-503.

no caso de liquidação da sociedade, em função da fração que lhe é correspondente.

Quanto ao valor de cotação no mercado (art. 170, § 1º, inciso III, da LSA) tem por fundamento o preço pelo qual a ação pode ser vendida no mercado e depende de vários fatores, que influenciam diretamente o mercado de ações ou o mercado balcão organizado. Por este motivo, admitiu o legislador que fossem considerados o ágio ou o deságio na cotação das ações. Como já mencionado, este é o critério que deve prevalecer nas companhias abertas.

Resta claro, pelo exame dos dispositivos acima referidos, que a principal preocupação da LSA consiste em evitar a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas da companhia que, mesmo tendo direito de preferência à subscrição, não o exerçam e é justamente aí que interessa estudar mais detalhadamente a importância do interesse social na etapa de fixação do preço de emissão de ações.

## **2. A importância do interesse social na fixação do preço de emissão.**

O interesse social pode ser definido como o interesse comum dos acionistas convergente com o interesse geral da coletividade. Pode-se dizer que o interesse social tem tanto um aspecto *stricto sensu*, que se revela através da conjunção da vontade dos sócios nas deliberações assembleares, quanto um aspecto *lato sensu*, qual seja, o interesse da empresa e da coletividade.<sup>6</sup>

A LSA destaca o papel institucional das sociedades por ações e a função social que estas devem desempenhar em diversos momentos. O art. 116, parágrafo único, dispõe:

---

<sup>6</sup> WALD, Alexandre de Mendonça. Acordo de acionistas e interesses sociais. In: WALD, Arnaldo; FONSECA, Rodrigo Garcia da (Coords.). *A empresa no terceiro milênio: aspectos jurídicos*. São Paulo: Juarez de Oliveira Editora, 2005, p. 81.

Art. 116. [...] Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Surgiu, no âmbito das sociedades, como corolário da função social da propriedade constitucionalmente protegida, a função social do poder econômico, mediante a atribuição de deveres e responsabilidades aos acionistas controladores, titulares do referido poder no âmbito das sociedades.<sup>7</sup>

Assim, como já salientara Pierre Sudreau há mais de meio século, no mundo inteiro, a empresa se tornou “o instrumento do progresso econômico e técnico”,<sup>8</sup> sendo que, no Brasil, tem também uma função social que se concilia com a função econômica, cabendo pois ao controlador assegurar a sobrevivência da empresa e o cumprimento da sua missão no interesse tanto dos acionistas como da coletividade. É este o sentido do interesse social, ou seja, da função social tanto da empresa como da propriedade e do contrato.<sup>9</sup>

Como bem salienta o Professor Lamy, o poder empresarial deve ser disciplinado e balizado pelo interesse público de que participa. Este é o pensar comum não apenas dos estudiosos da matéria, mas também dos empresários conscientes de que desempenham um papel de importância ímpar no mundo atual.<sup>10</sup>

---

7 Ibidem. p. 81.

8 SUDREAU, Pierre. *La Réforme de l'Entreprise*, Paris: Documentation Française, 1975, p. 17-18.

9 REALE, Miguel. *Lições preliminares de direito*, 6. ed, São Paulo: Saraiva, 1979, e “O novo Código Civil”, In: *Debates*, 24, Reunião realizada em 21.05.2003, na sede da FIESP/CIESP.

10 LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 153. Confira-se: “É conhecido o debate, travado entre os Profs. Adolfo Berle e Merrick Dodd Jr., através da Harvard

O equilíbrio externo entre as duas funções da empresa e o interno entre acionistas controladores e minoritários é dinâmico, flexível, e se torna mais delicado nos momentos de crise, quando necessita de uma química fina para encontrar soluções úteis, eficientes e equitativas.

Especificamente no que tange à fixação do preço das ações, o que deve ser perquirido, no sentido de evitar deliberações abusivas e contrárias ao interesse social, é se foi adotado parâmetro ou parâmetros compatíveis com o valor econômico da ação, assim considerado, para os efeitos do disposto no Parecer de Orientação nº 1 da CVM, como o de troca, o patrimonial ou o de rentabilidade. De acordo com o Parecer CVM nº 5, tratando-se ações negociadas em bolsa de valores, deve ser preferencialmente, escolhido o preço de cotação da ação no mercado, reitera-se.

Referida conclusão é confirmada por julgados da CVM e dos tribunais superiores, como se extrai do capítulo abaixo.

---

Law Review, anos 1931-1932, sobre o problema, em que o primeiro sustentava que os poderes e responsabilidades dos administradores são, necessariamente, e em todas as hipóteses, 'exercisable only for the ratable benefit of all the stockholders as their interest appears', enquanto o segundo aditava que o uso da propriedade privada envolvia fundamentalmente o interesse público ('deeply affected with a public interest'), e a opinião pública cada vez tomava maior consciência do fato. Esse debate, dos mais esclarecedores, terminou com a concordância de Berle 'at least for the time being' com as teses de Dodd – como se lê no seu livro *The 20th Century Capitalist Revolution*, N.Y., 1954, pág. 169. No estudo de Eugene Rostow então Dean of the Law School, Yale University ('To whom and for what ends is corporate management responsible?' – publicado no livro de E. Masson *The Corporation in Modern Society*, ed. Atheneum, N.Y., 1975, p. 456 e ss.), cita ele a manifestação do Justice Douglas, então Chairman da Securities and Exchange Commission que vale transcrever: 'Hoje é geralmente reconhecido que todas as companhias possuem um elemento de interesse público. O diretor de uma sociedade deve pensar não somente em função dos acionistas mas também do trabalhador, do fornecedor, do vendedor e do consumidor último de seus produtos. Nossa economia é como uma corrente que não será mais forte que qualquer de seus elos'. No mesmo sentido o pensamento de Einmhal, num estudo sobre a reforma das sociedades anônima na Alemanha, (publicado na *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, tomo XXI, 1968, pág. 563), quando assinala que os empresários 'já se deram conta de que têm mais deveres para economia como um todo que perante os detentores do capital social.'

### 3. Jurisprudência.

O colegiado da CVM, examinando recurso protocolado por Santa Fé Aquarius Fundo de Investimentos Multimercado, na qualidade de acionista do Banco Bradesco S.A., em face de decisão da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) acerca de suposta violação ao art. 170, §§ 1º e 7º, da LSA, asseverou que:

[...] a lei regula detalhadamente a fixação do preço atribuído às ações emitidas no âmbito do aumento de capital. O controle de legalidade se dá, portanto, na determinação do preço de emissão das ações, e o seu critério é o da observância do valor econômico, calculado conforme o § 1º do art. 170 e pormenorizadamente justificado, nos termos do § 7º do mesmo dispositivo.

Inicialmente deve-se frisar [...] que a lei acionária não estabelece uma fórmula rígida para a fixação do preço de emissão. O que se depreende do texto legal é que o preço das novas ações deve ser estabelecido “tendo em vista” a perspectiva de rentabilidade da companhia, o valor do patrimônio líquido contábil da ação, a cotação das ações no mercado em que forem negociadas ou, ainda, uma combinação entre dois ou três desses valores. A doutrina também reconhece, ante a locução “tendo em vista”, que o poder de fixar o preço de emissão é um poder que se pode caracterizar como discricionário, cujo exercício deve obedecer ao interesse social.<sup>11</sup>

No mesmo Processo nº RJ 2010/16884, o Diretor Relator enfatizou que o poder de fixar o preço de emissão é discricionário e deve ser orientado pelo interesse social, nos seguintes termos:

[...] de maneira um tanto o quanto esquemática, o processo de fixação do preço de emissão da se-

---

11 Processo CVM nº RJ 2010/16884. Colegiado. Relator: Dir. Otávio Yazbek. Data de Julgamento: 17 dez. 2013.

guinte forma: adota-se, como ponto de partida para a fixação do preço de emissão, o valor correspondente ao(s) critério(s) do § 1º do art. 170 que melhor atenda(m) ao interesse da companhia, utilizando-se, para tal escolha, fundamentos verdadeiros e consistentes acerca da situação da companhia, inclusive em face do setor em que atua [...] o valor ou os valores eleitos devem ser ajustados às peculiaridades do caso concreto por meio de uma ponderação que considere, fundamentalmente, a potencial demanda pelas ações da companhia. Esta ponderação é igualmente discricionária e, como não poderia deixar de ser, deve ser sempre orientada pelo interesse social. Aqui é importante abrir um parêntese para esclarecer o que se deve entender, especificamente no que diz respeito a esta matéria, pela referência ao interesse social. Sem prejuízo das difíceis discussões teóricas acerca do seu significado, o interesse social, no que tange à fixação do preço de emissão, corresponde ao maior valor que torne possível a subscrição do total das ações emitidas na operação, de forma que a companhia possa captar integralmente o montante que lhe é necessário. Em outras palavras, o interesse da companhia está, a rigor, em obter o menor custo de capital possível no seu financiamento via emissão de ações.

Os tribunais liderados pelo STJ também já trataram do tema, ressaltando a necessidade de exame das circunstâncias concretas, específicas de cada caso, para verificar se houve diluição justificada. Assim, O Superior Tribunal de Justiça decidiu que:

E, no caso, [...] necessário é verificar a situação concreta da empresa, a viabilidade de colocação das ações no mercado, sendo uma interpretação baldia de lógica pretender que a regra jurídica apontada como violada possa impor limitações específicas diante dos termos empregados e da realidade do mercado de ações e da própria vida empresarial. Não há lei que possa, em uma economia de mercado, impor um preço certo para a emissão de ações, considerando as peculiaridades de cada

momento da circulação do capital, ainda mais em se tratando de operações em bolsa, subordinadas a múltiplas variáveis, como é de comum sabença. O que a lei comanda é que se tenha presente tais critérios como balizas e que não haja diluição injustificada dos antigos acionistas.<sup>12</sup>

O Superior Tribunal de Justiça (STJ), pronunciando-se sobre aumento de capital do Banco do Brasil S.A., ocorrido em 1996, reiterou que o interesse da companhia se sobrepõe aos interesses individuais dos acionistas<sup>13</sup> e esclareceu que, quando a sobrevivência da companhia (ou, no caso, da instituição financeira) está ameaçada, justifica-se claramente o aumento de capital confirmando, assim, decisão estadual pelos seguintes fundamentos:

[...] concluiu o tribunal que não ficou demonstrado que o aumento do capital social do Banco causou reais prejuízos aos sócios minoritários. Mas, ainda

---

12 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento – AgRg no Ag nº 148.507/DF. Terceira Turma. Relator: Min. Waldemar Zveiter. Voto-vista do Ministro Carlos Alberto Menezes. Data de Julgamento: 9 set. 1997. No mesmo sentido: SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação – APL nº 0205724-46.2010.8.26.0100. Terceira Câmara de Direito Privado. Relator: Des. Egidio Giacoia. Data de Julgamento: 23 out. 2012. Sobre a subjetividade da aplicação do art. 170, §1º, da LSA, considerando-o norma não cogente: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial – REsp nº 1.190.755/RJ. Quarta Turma. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Data de Julgamento: 21 de jun. 2011.

13 Neste sentido, ver também a posição dos Tribunais estaduais e especialmente do RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação – APL nº 0128482-56.2003.8.19.0001. Nona Câmara Cível. Relator: Des. Carlos Santos de Oliveira. Data de Julgamento: 29 abr. 2008: “E [a diluição] será justificada quando se verificar que a companhia necessita de novos recursos e o valor patrimonial da ação não se mostrar viável no mercado de ações, de forma a parecer justificável que os antigos acionistas suportem prejuízo para posteriormente assegurar ganhos para a sociedade. Em outras palavras, o interesse da companhia justifica a diluição, de modo a subordinar os interesses individuais dos acionistas ao interesse daquela [...]. Retornando, pelo que acima consta, o que o direito veda é, em primeiro lugar, a fixação do preço de emissão em valor inferior ao valor nominal da ação, quando existente, e em segundo lugar, que com a emissão de ações a participação do antigo acionário seja diluída injustificadamente. Fora estas questões, não concerne ao direito adentrar na fixação do valor de emissão das ações questão que admite grande número de variáveis e que deve ser mantida na zona de discricionariedade da administração e da assembleia geral da sociedade.”

que isso tenha ocorrido, considerou que o procedimento adotado era essencial à sobrevivência do Banco do Brasil. Ademais, diz que foi regularmente garantido o direito de preferência na aquisição de novas ações. [...] Quanto à fixação do preço das ações, foi devidamente demonstrado no acórdão que a situação da sociedade exigia medidas emergenciais concretas, diante da impossibilidade de se determinar o preço em função da cotação das ações no mercado. O tribunal estadual levou em consideração as provas para afirmar que não houve diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, mas, sim, necessidade imperiosa de aumento do capital do Banco, ficando garantido o direito de preferência dos acionistas da sociedade por um preço não considerado inviável a impedir a subscrição.<sup>14</sup>

## **Conclusão.**

O aumento de capital, de altíssima relevância para sociedade em diversos momentos (podendo ser, até mesmo, crucial para sua sobrevivência), deve cumprir todos os requisitos estabelecidos na LSA.

A fixação do preço de emissão das ações deve observar estritamente os critérios nela estabelecidos, mas há (e é imperativo que haja) margem para discricionariedade dos administradores e órgãos que devem deliberar sobre o aumento, que deverão observar as peculiaridades da companhia, do mercado e do momento, para definir o melhor ou os melhores critérios, balanceando-os conforme permite a lei.

Assim, diante do exposto, é possível concluir que:

---

14 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial – REsp nº 633.748/RS. Terceira Turma. Relator: Min Castro Filho. Julgado em 14 fev. 2006.

- (i) o preço de emissão de ações deve ser fixado com base em um ou mais critérios estabelecidos no art. 170, § 1º, da LSA, sendo o valor da cotação das ações considerado o mais adequado nos casos de companhia aberta;
- (ii) é permitida a aplicação de ágio e deságio, considerando as condições de mercado;
- (iii) a proposta de aumento de capital deve esclarecer o critério escolhido e justificá-lo diante da situação econômica da companhia e do mercado em geral;
- (iv) o aumento de capital deve atender ao interesse social, em todos os seus aspectos;
- (v) o interesse social, para fins de fixação do preço de emissão, corresponde ao maior valor que torne possível a subscrição do total das ações emitidas na operação, de forma que a companhia possa captar integralmente o montante que lhe é necessário, conforme já esclarecido pelo Colegiado da CVM; e
- (vi) o interesse da companhia se sobrepõe aos interesses individuais dos acionistas e justifica a eventual diluição decorrente do aumento de capital, diante das circunstâncias e da situação econômico-financeira em que a empresa se encontra.



# **REVERSÃO DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR E A SUA NECESSÁRIA DESTINAÇÃO<sup>1</sup>**

## **WRITING-OFF OF THE RESERVE FOR REALIZABLE PROFITS AND ITS MANDATORY DESTINATION**

*Sérgio Campinho*

*Resumo:* Reversão da reserva de lucros a realizar. Implementação a partir da disponibilização dos recursos financeiros para que a companhia possa distribuí-los. Valores financeiros, em regra, devem ser traduzidos em moeda. Nada obsta que também sejam representados por quase-moeda, em função de revelarem instrumentos financeiros dotados de liquidez e, assim, passíveis de cômoda conversão em moeda. Os lucros retidos na reserva de lucros a realizar, quando realizados, devem ser destinados obrigatoriamente para o pagamento do dividendo. A utilização dessa reserva está necessariamente vinculada à eventual compensação dos prejuízos ou à sua distribuição, como dividendo, aos acionistas.

*Palavras-chave:* Deveres fiduciários dos administradores. Interesse social. Lucro líquido do exercício e a sua destinação. Reserva de lucros a realizar. Reversão e utilização da reserva de lucros a realizar.

*Abstract:* Writing-off of the reserve for realizable profits. Implementation through the availability of financial resources so that the

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 28.11.2018 e aceito em 14.12.2018.

company can distribute them. In general, the financial value must be translated into currency. They can also be expressed by quasi-money since quasi-money are liquid financial instruments and can easily be converted into cash. When the retained profits of the reserve for realizable profits are realized, they shall be destined for the payment of dividends. The use of this reserve is inevitably linked either to the compensation of losses or to the payment of dividends to shareholders.

*Keywords:* Fiduciary duties. Corporate interest. Net profits of the fiscal year and its allocation. Reserve for realizable profits. Writing-off and use of the reserve for realizable profits.

*Sumário:* 1. A Consulta. 2. O Parecer. 2.1. Administração como órgão da companhia. 2.2. Os deveres dos administradores. 2.3. O interesse da companhia (o interesse social). 2.4. Definição do interesse da companhia. 2.5. Lucro líquido do exercício e sua destinação. 2.6. Função do dividendo obrigatório. 2.7. Reservas sociais. 2.8. Reserva de lucros a realizar. 2.9. Reversão e utilização da reserva de lucros a realizar. 3. As respostas aos quesitos.

## **1. A Consulta.**

X S.A. (“Companhia” ou “Consulente”) formula consulta sobre a ocorrência de evento capaz de determinar a reversão da reserva de lucros a realizar; a legalidade da distribuição integral dos lucros nela alocados sob a forma de dividendos, na hipótese de sua plena realização; e a conduta dos administradores frente a tais fatos.

Nesse passo, a Consulente relata que:

**(i)** Em 31/12/2014, a Companhia alterou a sua política contábil de mensuração de propriedades

para investimento para o método de ajuste a valor justo (“AVJ”). Em consequência, houve um incremento no resultado da Companhia no exercício de 2014 equivalente a aprox. R\$ 959 milhões, o qual foi integralmente destinado à constituição da reserva de lucros a realizar (“RLAR”) por se tratar de lucro contábil não realizado. Entre os exercícios de 2014 e 2017, o saldo da RLAR foi ajustado em decorrência dos prejuízos/lucros não realizados verificados em cada exercício neste período, registrando o saldo de R\$ 841 milhões no balanço consolidado referente a 31/12/2017. A RLAR é, portanto, composta pela totalidade dos lucros auferidos pela Companhia nos exercícios de 2014, 2016 e 2017, e não apenas a parcela destinada ao pagamento do dividendo mínimo obrigatório, tendo em vista que, por se tratar de lucro meramente contábil, este não recebeu destinação específica diversa, tendo sido alocado em sua integralidade na RLAR;

**(ii)** Na RCA foi reconhecida a realização da totalidade do saldo da RLAR verificada conforme o balanço patrimonial da Companhia levantado em 31/12/2017, em razão:

**(a)** da venda de participação majoritária no Shopping YY, ocorrida no exercício de 2018, por aprox. R\$ 937 milhões, remanescendo o valor líquido de aprox. R\$ 207 milhões após o pagamento de dívida *sênior* no âmbito dos *Bonds* emitidos por subsidiárias da Companhia no exterior e uma parte das dívidas locais da Companhia; e

**(b)** a integralização pela Companhia de cotas do Fundo de Investimento (“FII”) mediante a conferência de ações de sociedade 100% detida pela Companhia e proprietária das participações em 11, de 16 *shopping centers* do grupo XX (“Ativos”), o qual passará a ser dotado de liquidez mediante a admissão à negociação de suas quotas na B3, conferindo efeito contábil de realização destes investimentos para fins do artigo 197 da Lei das S.A.;

**(iii)** A Companhia obteve Parecer técnico-contábil elaborado pelo Prof. Dr. ZZ que confirma a reali-

zação da RLAR em decorrência da contribuição dos Ativos ao FII, uma vez que:

**(a)** naquele momento, já haveria a mudança do perfil dos ativos detidos pela Companhia, dotando-os de potencial liquidez e, com isso, efeito contábil de realização do lucro; e

**(b)** como a RLAR foi constituída por lucro contábil decorrente da avaliação dos Ativos pelo AVJ, a realização da RLAR ocorreria no momento da venda de tais Ativos, quando se verificaria o valor a maior registrado, de modo que, caso referidos Ativos fossem transferidos sem a realização da RLAR, acionistas insatisfeitos poderiam legitimamente questionar a Companhia e seus administradores alegando que a Companhia estaria retendo lucros indefinidamente;

**(iv)** Com a venda da participação no Shopping YY, a Companhia viu uma janela para implementar a transferência dos Ativos ao FII e, ao mesmo tempo, entregar aos acionistas algum retorno sobre o capital investido, que estava retido na Companhia. Isso porque, a partir de estudos e análises de mercado, a Companhia identificou que faria mais sentido do ponto de vista econômico-financeiro que as atividades imobiliárias (decorrentes dos aluguéis das lojas dos shopping centers do grupo) seriam mais eficientemente exploradas dentro de uma estrutura de fundo imobiliário, cujo perfil econômico é de “renda recorrente”, ao passo que a Companhia aberta, que é avaliada em bolsa, em larga medida, pelo seu potencial de crescimento futuro, concentraria suas atividades no desenvolvimento de novos negócios e empreendimentos, projetos de tecnologia e prestação de serviços de administração condominial e estacionamento e gestão do suprimento de energia elétrica e água dos *shopping centers* do grupo, transferindo ativos e passivos ao FII, em um estrutura muito mais “asset light”. A lógica econômica da operação para a Companhia foi inclusive objeto de Parecer elaborado pelo Prof. WW;

**(v)** Assim é que ainda na RCA, foi deliberada, *ad referendum* da assembleia geral extraordinária da Companhia (“AGE”), nos termos dos art. 19, “n”, do Estatuto Social e art. 204, par. 2º da Lei das S.A., a distribuição dos Dividendos no montante de aprox. R\$ 829 milhões, decorrente da realização dos lucros registrados na RLAR, sendo:

**(a)** aprox. R\$ 207 milhões a serem pagos em dinheiro, referentes a 25% do montante total da RLAR, que corresponderia ao montante do dividendo mínimo obrigatório, em atendimento à orientação contida no Parecer CVM/SJU nº 1, de 09 de janeiro de 1987; e

**(b)** aprox. R\$ 622 milhões a serem pagos *in natura*, referentes a 75% do montante total da RLAR, correspondente à parcela remanescente, por meio da entrega de cotas do FII, na proporção de 1 cota para cada ação detida ou, para os acionistas que não desejassem receber cotas do FII, debêntures perpétuas, simples, não conversíveis em ações, da espécie subordinada, sem garantias, remuneradas por juros fixos acrescidos de correção monetária e resgatáveis a qualquer tempo;

**(vi)** Em 09/01/2019 foi originalmente convocada a AGE para ratificar a declaração dos Dividendos, que seria realizada originalmente em 08/02/2018; em 07/02/2019, o Colegiado da CVM acolheu pedido de interrupção do prazo de convocação da AGE formulado pelo Credor-Acionista para exame da legalidade das matérias da ordem do dia, tendo em 21/02/2019, ao apreciar a questão, entendido não existirem no caso concreto razões para se declarar, de plano, irregularidade na distribuição de Dividendos objeto da ordem do dia da AGE;

**(vii)** Assim é que em 23/02/2019, a Companhia reconvocou a AGE rerepresentando os documentos necessários ao exercício do voto pelos acionistas, tendo o Credor-Acionista apresentado em 14/03/2019 novo pedido de interrupção de prazo à CVM, o qual foi indeferido pelo Colegiado da CVM em sessão de 22/03/2019;

**(viii)** Em 26/03/2019, foi finalmente realizada a AGE, na qual restou aprovado por maioria dos presentes o referendo da distribuição dos dividendos aos acionistas, tendo o Acionista-Credor sido o único a apresentar voto contrário à matéria;

**(ix)** Em 09/04/2019 os Dividendos foram pagos aos acionistas.

Diante disso, a Consulente apresenta os seguintes quesitos:

QUESITO Nº 1: A transferência dos Ativos para o FII realizada pela Companhia poderia ser considerada como um evento de realização da RLAR?

QUESITO Nº 2: Verificadas razões econômicas e financeiras, em vista da situação da Companhia e do mercado, que justifiquem a adoção de medidas com vistas a realocar os Ativos, de modo a extrair maior eficiência e benefícios para a Companhia e seus acionistas, conforme abordado no parecer do Prof. WW, é possível entender que, caso deixassem de agir para implementar tais medidas no interesse da Companhia e seus acionistas, os administradores poderiam ser questionados por eventual descumprimento de seus deveres fiduciários?

QUESITO Nº 3: Uma vez realizada a RLAR, poderiam os administradores deixar de distribuir os lucros ali alocados a título de Dividendos ou distribuir apenas uma parcela correspondente a 25% a título de dividendo obrigatório, retendo indefinidamente o saldo remanescente?

QUESITO Nº 4: Caso não seja este o Vosso entendimento, tendo em vista que os lucros alocados na reserva de lucros a realizar, uma vez realizados, somente podem ser destinados ao pagamento de dividendos, não sendo passíveis sequer de capitalização, ao proceder ao pagamento dos Dividendos aos acionistas uma vez realizada a RLAR, teriam os administradores dado cumprimento a seus deveres fiduciários?

Com a consulta, a Consulente encaminhou os seguintes documentos:

i) ata da reunião do conselho de administração da Companhia de 21.12.2018;

ii) ata da reunião do conselho de administração da Companhia de 26.12.2018;

iii) fato relevante datado de 26.12.2018, referente à distribuição de dividendos;

iv) comunicado ao mercado emitido pela Companhia em 30.01.2019;

v) ata da reunião do conselho de administração da Companhia de 22.02.2019;

vi) ata da assembleia geral extraordinária da Companhia de 26.03.2019;

vii) decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários de 21.02.2019;

viii) Parecer CVM/SJU nº. 001, de 09.01.1987;

ix) parecer do Professor ZZ de 31.01.2019;

x) parecer do Professor WW de 01.02.2019; e

xi) estatuto social.

## **2. O Parecer.**

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

a) Administração como órgão da companhia.

- b) Os deveres dos administradores.
- c) O interesse da companhia (o interesse social).
- d) Definição do interesse da companhia.
- e) Lucro líquido do exercício e sua destinação.
- f) Função do dividendo obrigatório.
- g) Reservas sociais.
- h) Reserva de lucros a realizar.
- i) Reversão e utilização da reserva de lucros a realizar.
- j) As respostas aos quesitos.

Assim, passo ao desenvolvimento de cada um dos mencionados tópicos.

## **2.1. Administração como órgão da companhia.**

A sociedade anônima, como pessoa jurídica que é, manifesta-se por intermédio de seus órgãos sociais. A eles compete produzir e refletir interna e externamente a vontade da companhia.

Os poderes que convivem e operam no ambiente de formação, estruturação e atuação societária (poderes de deliberação, administração e fiscalização) demandam ordenação e distribuição adequadas, que lhes garantam eficiência e harmonia em seus correspondentes meios de exercício. São eles, em última *ratio*, que fazem presente a vontade social. Quando um órgão se manifesta, está refletindo essa vontade. A pessoa jurídica da sociedade se pronuncia por meio de seus órgãos. São eles que afirmam interna e externamente a personalidade jurídica da companhia. A eles, portanto, não é atribuída personalidade jurídica. Esta é da sociedade. É ela quem se obriga e exercita direitos por intermédio de seus órgãos<sup>2</sup>.

---

2 CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: Sociedade anônima*. 4ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 273.

A noção de órgão, como bem explica Luis Brito Correia, nos conduz à ideia de um núcleo de imputação de poderes funcionais, exercidos por um ou mais indivíduos que nele estejam investidos, para formar e manifestar a vontade atribuível à pessoa jurídica<sup>3</sup>.

Na companhia aberta, os órgãos sociais são: a assembleia geral dos acionistas, o conselho de administração, a diretoria e o conselho fiscal.

Apesar de cada órgão possuir atribuições que lhes são privativas e por isso mesmo indelegáveis, eles não estão dispostos horizontalmente na estrutura da companhia. Encontram-se organizados, ao revés, de forma hierárquica. Essa hierarquia não deve ser entendida como uma submissão de um órgão a outro, porquanto cada qual, como se disse, é munido pela lei com funções próprias e indelegáveis, mas sim pelo fato de que existem órgãos que se colocam em posição superior, na medida em que orientam a eleição de membros do outro órgão e, também, nos limites da lei, tomam decisões que vão impor determinados comportamentos aos demais<sup>4</sup>.

Na companhia aberta, o modelo de administração é dualista, caracterizado pela existência de dois órgãos distintos de administração: o conselho de administração e a diretoria. Esse sistema claramente promove a bipartição entre as funções de gestão (execução de atos de administração e apresentação da companhia), que é exercida pela diretoria, e de tomada estratégica das decisões e supervisão das atividades de gestão (orientação geral dos negócios da companhia, fiscalização e apreciação dos resultados da gestão), que são desempenhadas pelo conselho de administração.

O conselho de administração e a diretoria, como órgãos sociais, consistem, pois, em células ou centros de atribuição de poder

---

3 CORREIA, Luis Brito. *Os administradores de sociedades anônimas*. Coimbra: Almedina, 1993, p. 203.

4 ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 16.

res, integrantes da estrutura da companhia, com o objetivo de promover a coordenação da vida social<sup>5</sup>. As pessoas investidas da atribuição de exercer os correspondentes poderes são, simplesmente, titulares ou membros do órgão de que participam. Atuando como integrantes de um órgão social, desfrutam de uma posição de fidúcia diante da companhia.

## **2.2. Os deveres dos administradores.**

A Lei nº. 6.404/76 cuida, de modo expresso, em diversas de suas disposições, dos deveres dos administradores da companhia (diretores e membros do conselho de administração). Alguns desses deveres são encontrados em temas específicos tratados pela lei. São exemplos o de convocar a assembleia geral (artigo 123), o de proceder à divulgação dos documentos de administração (artigo 133) e o de estar presente à assembleia geral (§1º do artigo 134). Mas a legislação do anonimato reserva, de maneira sistêmica, uma seção específica para se ocupar dos principais deveres dos administradores, os quais consistem no dever de diligência (artigo 153), no dever de realizar os fins da empresa exercida pela companhia (artigo 154), nos deveres de lealdade e de sigilo (artigo 155), no dever de não entrar em conflito com os interesses da sociedade (artigo 156) e no dever de informar (artigo 157). Reflete, dessa feita, um elenco especial de deveres, com o escopo pedagógico de fixar o padrão de comportamento e atuação dos gestores dos interesses da empresa. Esse modelo-padrão se constrói a partir de um conceito, muitas das vezes abstrato, que se extrai do texto normativo, para delinear uma conduta desejada e esperada. Dessa sorte, sua avaliação se fará à luz do caso concreto, diante das especificidades que o compõem, para refletir se a conduta se amoldou ou não ao esquema conceitualmente desejado e esperado<sup>6</sup>.

---

5 CAMPINHO, Sérgio. Op. cit. p. 273.

6 Ibidem. p. 316.

À vista da matéria central objeto da consulta, convém destacar, nesse contexto, os deveres de diligência, de realizar os fins da empresa exercida pela companhia e de lealdade.

O dever de diligência, nos termos do artigo 153 da Lei das S.A., quer traduzir que o administrador deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios. Esse modelo de conduta sugere uma atuação cuidadosa e prudente, esperada do agente da administração social em situações assemelhadas às quais estivesse em jogo a administração de um negócio particular, visando a estabelecer um elo de atuação que melhor atenda aos interesses da companhia. Sua ação deve estar pautada na boa-fé e no convencimento de que está atuando no sentido de melhor atender aos interesses da companhia. Mas não é só. Na verificação de sua conduta, impõe-se trabalhar com a noção de que a realização do dever de diligência também deve passar pela capacitação técnica e profissional para desempenhar o mister para o qual foi eleito. Essa capacitação deverá ser consentânea com o conhecimento da atividade que reveste o objeto social e ordenada por um juízo criterioso na execução de suas funções<sup>7</sup>.

No julgamento de sua conduta, diante de uma situação concreta, o que se deve avaliar, em última análise, é se ele teve uma atuação diligente, pautada na perícia exigida para o cargo, e não o resultado, propriamente, de sua atuação, por tratar-se o dever de diligência de uma obrigação de meio e não de resultado.

Já o dever de realizar os fins da empresa explorada pela companhia consiste na conjugação e ponderação dos legítimos interesses dos acionistas, dos empregados e da comunidade em que atua, visando à satisfação das exigências do bem comum e da função social da empresa (artigo 154). Sua atuação deve ser marcada pela independência, fazendo sempre prevalecer o interesse social sobre o in-

---

7 Ibidem. p. 317.

teresse particular de qualquer indivíduo ou grupo, interno ou externo à sociedade. A persecução desse objetivo é orientada pela busca de um resultado economicamente útil para os acionistas (o lucro que motiva estarem reunidos em sociedade), equilibrado, no entanto, com o bem-estar dos empregados e com o respeito aos direitos e anseios da comunidade com que interage. Procede ele, assim, imperiosamente para a consecução dos fins sociais, mas sem descuidar das exigências do bem comum e da função social da empresa, esta sempre revelada pelo respeito aos direitos e interesses que gravitam em seu entorno<sup>8</sup>.

Por derradeiro, o dever de lealdade é teoricamente enunciado a partir da assertiva de que o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios. Mas a sua concretude se visa a alcançar mediante um elenco exemplificativo de condutas proibidas (artigo 155). Em certos episódios, a violação do dever de lealdade vem imbricada com a falta do dever de diligência. Exemplo disso é a omissão do administrador no exercício ou na proteção de direitos da companhia ou, ainda, quando, visando a obter vantagens para si ou para outrem, deixa de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da sociedade (inciso II do artigo 155)<sup>9</sup>.

Tecnicamente, consoante explica António Menezes Cordeiro, a administração, diante de um ângulo particular, revela direito potestativo: traduz a permissão normativa que os administradores têm de decidir e agir, em termos materiais e jurídicos, no âmbito dos direitos e deveres da sociedade. Embora se trate de um direito, é um direito funcional ou fiduciário<sup>10</sup>. E isto significa dizer, portanto, que os poderes atribuídos por lei aos administradores, são poderes-funções, a serem sempre exercidos visando à realização do interesse da companhia.

---

8 Ibidem. p. 319.

9 Ibidem. p. 320.

10 CORDEIRO, António Menezes. *Manual de direito das sociedades*: Das sociedades em especial. 2ª. ed. Coimbra: Almedina, 2007. v. 1, p. 797.

### 2.3. O interesse da companhia (o interesse social).

O interesse social (interesse da companhia) é revelado a partir do interesse comum aos acionistas da companhia para a realização do fim social<sup>11</sup>.

O fim da companhia (fim social), como o de qualquer sociedade a partir do advento do Código Civil de 2002, é o da obtenção de lucro, mediante a execução do objeto social<sup>12</sup>.

O objeto social, por seu turno, consiste na atividade econômica de produção ou circulação de bens ou serviços realizada pela companhia, com o propósito de lucro (Lei nº. 6.404/76, artigo 2º c/c Código Civil, artigos 966, 981 e 982). O objeto social é, desse modo, o conjunto de atividades econômicas que a sociedade explora ou pretende desenvolver, nos termos determinados no estatuto. A função primordial do objeto social é a de definir, portanto, o tipo de empresa ou atividade econômica a que a companhia irá se dedicar para atingir o seu intuito final que é, essencialmente, o de gerar lucros para os acionistas<sup>13</sup>.

Considerado em sua acepção abstrata, o interesse social traduz-se, pois, na orientação de se alcançar a maximização dos lucros a partir da eficiente exploração do objeto social<sup>14 e 15</sup>.

---

11 CAMPINHO, Sérgio. Op. cit. p. 44.

12 Loc. cit.

13 Rubens Requião apresenta interessante distinção entre “objetivo social” (objeto social) e “fim social”. Eis as suas palavras: “É comum a confusão do conceito entre fim social e objetivo social, mas não existe razão para tanto. O objetivo social, definido de forma precisa e completa no estatuto (art. 2º, §2º), indica a espécie de atividade produtiva da sociedade; ao passo que o fim social é, como se disse, a persecução de lucro” (REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2, p. 312).

14 CAMPINHO, Sérgio. Op. cit. p. 44.

15 O interesse social vem didaticamente resumido por Coutinho de Abreu, sendo oportuna a citação: “O interesse social há de ser interesse comum aos sócios (em quanto sócios): numa mesma sociedade, uns sócios (enquanto tais) terão normalmente interesses divergentes dos

Essa diretriz é também encontrada nos *Principles of the American Law Institute*, ao recomendar que se deva “conduzir os negócios em vista de aumentar o lucro empresarial e o ganho dos acionistas”<sup>16</sup>.

Ao comentar o direito essencial ou impostergável dos sócios à partilha dos lucros sociais, destaca Joaquín Garrigues: “Prácticamente es el derecho más importante, por servir directamente a la finalidad lucrativa que persigue todo accionista. Quien ingresa en una s.a. se propone, ante todo, tener una colocación productiva para su capital”<sup>17</sup>.

Os administradores, destarte, devem exercer suas atribuições e poderes tendo em vista realizar os fins e assegurar os interesses da companhia, ou seja, devem sempre atuar para alcançar o desenvolvimento do objeto social da forma mais lucrativa possível<sup>18</sup>.

A moderna sociedade anônima, fonte legítima de concretude da grande ou da macroempresa, precisa ser sempre orientada e dirigida para satisfazer, como fim precípua, os seus acionistas com os dividendos, mas sem perder a perspectiva de ainda zelar pelos inúmeros interesses presentes na empresa e decorrentes de sua ação. A

---

outros sócios – v.g., quanto à participação nos órgãos sociais e à manutenção ou aumento das respectivas posições (e correspondente poder) na sociedade. O interesse social não é feito destas divergências de interesses. É feito, sim, da comunidade de interesses dos sócios. Mas não de qualquer comunidade. Ela só é qualificável como interesse social, quando se ligue à causa comum do acto constituinte da sociedade – que, é, em regra (sabemos já), o escopo lucrativo (todo e qualquer sócio pretende lucrar participando na sociedade); qualquer outro interesse coletivo ou comum de que sejam titulares os sócios já não merece tal qualificação” (ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de direito comercial: Sociedades*. Coimbra: Almedina, 1999, p. 291-292).

16 *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*. Saint Paul, Min.: American Law Institute Publishers, 1994. v. 2, p. 20.1.

17 GARRIGUES, Joaquín. *Curso de derecho mercantil*. 7ª. ed. Madri: Imprensa Aguirre, 1982. Tomo I, p. 519.

18 EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. 2ª. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2018. v. III, p. 127.

empresa por ela desenvolvida reflete um verdadeiro organismo vivo, com múltiplas relações com terceiros, cujos interesses também cumpre respeitar e promover na realização do fim social.

Os seus administradores – como administradores de uma empresa privada –, resguardada a função social que cabe à companhia desempenhar, devem esforçar-se para manter o máximo de lucratividade para seus acionistas, que são os fornecedores de capital, capital esse que têm o dever preservar.

#### **2.4. Definição do interesse da companhia.**

Na maior parte das deliberações tomadas ou dos atos provenientes dos órgãos sociais da companhia, as questões envolvidas referem-se à adequação do interesse social ou à sua conveniência. Nessa dimensão, prevalece o princípio da estruturação hierárquica dos órgãos<sup>19</sup>.

Consoante já foi anteriormente aduzido, a hierarquia orgânica pressupõe a legítima posição de um órgão sobre outro, no sentido de que uma decisão, tomada nos limites da lei e do estatuto, por um órgão hierarquicamente superior, vai impor determinadas condutas aos demais.

Essa funcionalidade justifica legitimar a assembleia geral dos acionistas como o órgão superior para definir o interesse da companhia, pois são os acionistas os únicos que contribuem para o capital social e correm o risco do empreendimento, isto é, o de perderem esse capital em caso de prejuízo<sup>20</sup>.

Em outros termos, o poder da maioria nas deliberações da assembleia geral dos acionistas – princípio majoritário das deliberações

---

19 FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.* 3ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. I, p. 821.

20 Loc. cit.

–, que é assegurado pela Lei das S.A. para definir o que é o interesse da companhia, resulta do fato de que os acionistas são os únicos a contribuir para o capital social, o qual se mostra indispensável ao regular funcionamento da sociedade e ao desenvolvimento de sua empresa. Ademais, são eles que suportam o risco da perda desse capital na hipótese de insucesso.

O predomínio da vontade majoritária é o instrumento jurídico necessário a garantir a fluência eficiente da vida social. E essa concepção de bom senso vem afirmada por Berardino Libonati<sup>21</sup>:

É simplesmente fora do mundo imaginar que os administradores sejam completamente estranhos à linha de ação decidida pelos sócios que os designam em um tipo de abstração gerencial perigosíssima – como muitas vezes destacado pela doutrina – para o equilíbrio societário, no qual, não importa o que se diga, são sócios (e não os administradores) que arriscam seu investimento.

Analisando o poder de orientação da sociedade, sob a ótica do acionista controlador, Fábio Konder Comparato, com a devida acuidade, destaca<sup>22</sup>:

Não há dúvida que o poder de apreciação e decisão sobre a oportunidade e a conveniência do exercício da atividade empresarial, em cada situação conjuntural, cabe ao titular do poder de controle, e só a ele. Trata-se de prerrogativa inerente ao seu direito de comandar, que não pode deixar de ser desconhecida, como salientamos, em homenagem a uma concepção anárquica, ou comunitária, da sociedade por ações.

---

21 LIBONATI, Berardino. Il problema della validità dei sindacati di voto: Situazione attuale e prospettive. In: BONELLI, Franco; JAEGER, Pier Giusto (Coord.). *Sindacati di voto e sindacati de blocco*. Milão: Giuffrè, 1993, p. 22.

22 COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 306-307.

Conforme ressaltado alhures, a administração da empresa desenvolvida pela companhia é de competência privativa de seus órgãos de administração – conselho de administração e diretoria (artigo 139 da Lei nº. 6.404/76). E, por isso, esses administradores não são instrumentos passivos de decisões de outros órgãos e, muito menos, do acionista controlador. Devem sempre se opor a qualquer comando violador da lei ou do estatuto social ou usurpador de sua competência privativa. Como os poderes sociais encontram-se institucionalmente repartidos entre os diversos órgãos que a compõem, cada qual é dotado de soberania no âmbito de sua competência privativa.

Entretanto, isso não quer traduzir, por evidente, que os administradores se coloquem alheios à orientação definida pelos acionistas. Afinal, repita-se, são eles que os escolhem e arriscam seu capital. O final comando acerca da definição dos interesses da companhia compete ao titular do poder político<sup>23</sup>: a assembleia geral dos acionistas ou o acionista controlador, quando houver.

Com efeito, os administradores concretizam a vontade social, expressada através do princípio do voto majoritário dos acionistas nas assembleias gerais. Ao lado do dever de administrar, desfrutam os administradores de um poder que lhes é atribuído pela comunidade acionária, sem o que não poderiam planejar, orientar e executar as atividades sociais. Incumbe-lhes praticar todos os atos necessários à plena realização da vontade social, sempre visando à eficiente execução do objeto da companhia para gerar resultados a serem partilhados pelos sócios.

## **2.5. Lucro líquido do exercício e sua destinação.**

O exercício social compreende o período de tempo para a apuração dos resultados da companhia decorrentes da exploração de

---

23 FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit. p. 822.

seu objeto social. Sua duração será de um ano, cabendo ao estatuto fixar a data de seu término. Pode ele coincidir ou não com o ano civil<sup>24</sup>. O que exige a Lei nº. 6.404/76 é que sua duração seja de um ano (*caput* do artigo 175)<sup>25</sup>, sendo a regra de ordem pública, não podendo, assim, ser derogada pelo estatuto.

A duração do exercício social superior ou inferior ao período ânua vem admitida excepcionalmente pela Lei do Anonimato, restringindo-se às hipóteses de constituição da companhia e aos casos de alteração estatutária desse exercício (parágrafo único do artigo 175), o que se justifica para promover a adequação do exercício normal ao período pretendido.

O encerramento do exercício social impõe à diretoria da companhia a obrigação de elaborar, com base na escrituração mercantil, as demonstrações financeiras ou contábeis<sup>26</sup>, pelas quais será possível verificar a sua situação financeira e patrimonial, a atuação de seus administradores e apurar e distribuir os lucros referentes àquele pe-

---

24 No mercado societário brasileiro, é corrente que o exercício social corresponda ao ano civil, considerando que a legislação do imposto de renda determina o levantamento de balanço nessa data.

25 Cabe o registro de que as instituições financeiras estão, por força do disposto no artigo 31 da Lei nº. 4.595/64, obrigadas a levantar balanços semestrais (em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano).

26 A lei se vale expressamente da locução “demonstrações financeiras”. Nas palavras de José Luiz Bulhões Pedreira e Luiz Alberto Colonna Rosman, “esses quadros são designados demonstrações porque revelam, ou dão a conhecer, aspectos do patrimônio, e são financeiros porque fornecem informações sobre as finanças da companhia” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Aprovação das demonstrações financeiras, tomada de contas dos administradores e seus efeitos: Necessidade de prévia anulação da deliberação que aprovou as contas dos administradores para a propositura de ação de responsabilidade. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (Coord.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 44). Na prática societária, também é recorrente a adoção da expressão “demonstrações contábeis”, havendo inclusive quem a prefira (EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p. 320; MARTINS, Eliseu. Atrocidades contábeis no novo Código Civil. *Revista do Advogado – Novo Código Civil: Aspectos Relevantes*. São Paulo, nº. 68, p. 97-98, dez. 2002; REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 30ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2, p. 301-302).

rôdo, caso existentes. As referidas demonstrações, nos termos do *caput* do artigo 176 da Lei das S.A., devem compreender: (i) o balanço patrimonial (BP); (ii) a demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados (DLPA); (iii) a demonstração do resultado do exercício (DRE); (iv) a demonstração dos fluxos de caixa (DFC); e (v) se companhia aberta, a demonstração do valor adicionado (DVA)<sup>27 e 28</sup>.

A partir das demonstrações contábeis levantadas, será apurado o lucro que a companhia tiver obtido no exercício social e definida a sua destinação.

Verificado o resultado positivo do exercício, nele serão realizadas, por disposição legal, certas deduções (Lei nº. 7.689/88 e artigos 189, 190, 56 e 187, inciso VI, da Lei nº. 6.404/76). Após a implementação dessas deduções, chega-se ao lucro líquido do exercício (artigo 191).

Lucro líquido do exercício compreende, pois, sob a perspectiva dos acionistas da companhia, o resultado positivo que remanesceu depois da dedução das provisões tributárias incidentes sobre o lucro, dos prejuízos acumulados, caso existentes, e das modalidades de participação no lucro a que façam jus os debenturistas, os empregados (aqui também incluídas as contribuições para as instituições ou fun-

---

27 Cabe registrar que, apesar de o *caput* do artigo 176 da Lei nº. 6.404/76 passar ao largo da demonstração das mutações do patrimônio líquido (DMPL), reportando-se apenas à DLPA, tem-se que o §2º do artigo 186 àquela se refere, ao estabelecer que “a demonstração de lucros ou prejuízos acumulados deverá indicar o montante do dividendo por ação do capital social e poderá ser incluída na demonstração das mutações do patrimônio líquido, se elaborada e publicada pela companhia”. Justamente por isso é que Eliseu Martins, Ernesto Rubens Gelbcke, Arioaldo dos Santos e Sérgio de Iudícibus salientam que a Lei nº. 6.404/76 “aceita uma ou outra; a primeira é mais completa e uma de suas colunas é a dos lucros ou prejuízos acumulados” (MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Arioaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Manual de contabilidade societária*: Aplicável a todas as sociedades: De acordo com as normas internacionais e do CPC. 2ª. ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 4).

28 Tanto o CPC 26 (R1), como a Deliberação CVM nº. 676/2011, preconizam em seus respectivos itens nº. 10 um conjunto distinto.

dos de assistência ou previdência de empregados), os administradores e os titulares de partes beneficiárias<sup>29</sup>.

O lucro líquido do exercício comporta as seguintes destinações: (i) distribuição aos acionistas sob a forma de dividendos; (ii) apropriação em reserva; e (iii) capitalização.

Para definir os seus possíveis destinos, os órgãos de administração da companhia, juntamente com as demonstrações financeiras do exercício, apresentarão à assembleia geral ordinária, observadas as disposições legais e estatutárias relativas à constituição de reservas e à distribuição dos dividendos, proposta sobre o curso a ser dado a esse ganho (artigo 192).

Compete, portanto, à assembleia geral ordinária, acatando ou não a proposta formulada pelos órgãos de administração, definir acerca do destino do lucro líquido do exercício. Mas esse poder de decisão encontra-se jungido a certos parâmetros legais, de observância obrigatória. Parcelas desse produto devem ser necessariamente repartidas entre os acionistas, a título de dividendo obrigatório (artigo 202), e reservadas para permanecer no patrimônio da companhia, sob a rubrica da reserva legal ainda em formação (artigo 193).

Além desses limites legais aos poderes da assembleia para definir a destinação do lucro líquido do exercício, outros parâmetros podem se impor por previsão estatutária. Seriam os casos da reserva ou das reservas criadas pelo estatuto (artigo 194) e do dividendo preferencial (artigos 17 e 203).

## **2.6. Função do dividendo obrigatório.**

É direito essencial dos acionistas – como de qualquer sócio nos demais tipos societários – a participação nos lucros sociais. Cons-

---

<sup>29</sup> CAMPINHO, Sérgio. Op. cit. p. 364.

titui um direito individual e, portanto, intangível. Mas o modo e a forma pelos quais os acionistas participarão dos lucros dependem da lei e das disposições estatutárias que disciplinam as relações entre eles e a companhia<sup>30</sup>.

O dividendo representa a parcela do lucro líquido do exercício social que é distribuída aos acionistas. A distribuição é, em princípio, anual e resulta da deliberação da assembleia geral ordinária (artigo 132, inciso II). Contudo, a lei prevê a figura jurídica do dividendo intermediário (dividendo intercalar e dividendo intermediário em sentido estrito) que pode ser distribuído no curso do exercício, por deliberação dos órgãos de administração, se assim autorizados pelo estatuto (artigo 204).

A origem primária do dividendo é a existência de lucro líquido verificado no exercício social. A companhia, entretanto, poderá pagar dividendos à conta de reservas de lucro e à conta de reserva de capital, esta, apenas, no caso de ações preferenciais que tenham assegurada prioridade na distribuição de dividendo cumulativo (*caput* do artigo 201 e inciso V do *caput* do artigo 200<sup>31</sup>).

Até que o dividendo seja declarado pelo órgão competente, o acionista tem, apenas, uma expectativa em relação ao recebimento desse crédito. Ele apenas se materializa em seu favor, incorporando-se ao seu patrimônio, quando deliberada a sua distribuição. Com a declaração, conseqüentemente, é que se lhe atribui existência jurídica, tornando-se o acionista, a partir de então, credor da companhia em relação a esse valor<sup>32</sup>.

---

30 VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por ações*. 2ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953. v. II, p. 37.

31 O inciso V do artigo 200 ainda faz menção ao §5º do artigo 17, muito embora tenha sido ele renumerado para §6º em virtude das modificações feitas no aludido artigo 17 pela Lei nº. 10.303/2001. Pende, de fato, tal adaptação.

32 CAMPINHO, Sérgio. Op. cit. p. 371.

Com o escopo de garantir a efetividade do direito essencial de participação nos lucros sociais (artigo 109, inciso I), a Lei nº. 6.404/76 introduziu no ordenamento jurídico societário a figura do dividendo obrigatório (artigo 202)<sup>33</sup>. A destinação forçada de parte do lucro líquido do exercício realiza o fim de a companhia gerar lucros para partilhá-los entre os acionistas, representando, desse modo, efetivo instrumento de tutela dos interesses dos acionistas minoritários. No sistema anterior, quando o dividendo mínimo obrigatório não se fazia impositivo, eram frequentes as situações em que os lucros sociais ficavam permanentemente capitalizados, sem que algo fosse distribuído aos acionistas. O mecanismo engendrado permite um profícuo equilíbrio na relação interna de poder da companhia, garantindo à minoria acionária o direito de exigir parte do lucro líquido do exercício sob a forma de dividendo<sup>34</sup>.

O dividendo obrigatório consiste, assim, na parcela mínima do lucro líquido apurado em cada exercício social que a companhia está obrigada a distribuir a todos os seus acionistas, indepen-

---

33 A exposição justificativa, da lavra de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, que acompanhou o projeto de lei que resultou na Lei nº. 6.404/76 explicitou a orientação adotada no dispositivo normativo disciplinador do dividendo obrigatório: “A ideia da obrigatoriedade legal de dividendo mínimo tem sido objeto de amplo debate nos últimos anos, depois que se evidenciou a necessidade de se restaurar a ação como título de renda variável, através do qual o acionista participa dos lucros na companhia. Não obstante, é difícil generalizar preceitos e estendê-los a companhias com estruturas diversas de capitalização, nível de rentabilidade e estágio de desenvolvimento diferentes. Daí o Projeto fugir a posições radicais, procurando medida justa para o dividendo obrigatório, protegendo o acionista até o limite em que, no seu próprio interesse, e de toda a comunidade, seja compatível com a necessidade de preservar a sobrevivência da empresa”.

34 Sobre o assunto, esclarece José Luiz Bulhões Pedreira: “O dividendo obrigatório é mecanismo que a lei criou para alcançar maior equilíbrio entre maioria e minoria dos acionistas, conciliando: (a) a necessidade prática de reconhecer à maioria o poder de fixar a orientação dos negócios sociais e, conseqüentemente, o montante dos dividendos, com (b) o interesse do acionista minoritário de receber parte dos lucros sociais sob a forma de dividendo. A atribuição ao acionista minoritário do poder de exigir o dividendo obrigatório cria um limite ao poder discricionário da maioria de fixar anualmente o montante dos dividendos” (FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.* 2ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. II, p. 513).

dentemente da espécie ou da classe de ações de que sejam titulares<sup>35</sup>.

A lei deixa a cargo do estatuto social a definição da disciplina a ser dispensada ao dividendo obrigatório, desde que o faça com precisão e minúcia e não sujeite a determinação de seu valor ao arbítrio dos órgãos de administração ou do acionista controlador (§1º do artigo 202). Mas a regra estatutária está adstrita a observar as restrições legais quanto à constituição de reservas que possam influenciar na sua base de cálculo. Assim é que as reservas estatutárias e a de retenção de lucros não poderão ser apropriadas, em cada exercício, em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório (artigo 198). Será inválida a regra estatutária que contenha disposição contrária à referida restrição.

Omisso o estatuto, determina a lei que o dividendo obrigatório corresponda à metade do lucro líquido do exercício, ajustado segundo um critério de deduções e acréscimos. As deduções compreendem a constituição da reserva legal, a importância destinada à formação de reservas para contingências (artigo 202, inciso I, alíneas *a* e *b*) e a reserva de incentivos fiscais (artigo 195-A). Os acréscimos, por seu turno, vinculam-se às reversões das reservas para contingências formadas em exercícios precedentes (artigo 202, inciso I, alínea *b*).

Uma vez calculado o dividendo obrigatório, segundo os critérios apontados, o seu pagamento poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (artigo 202, inciso II). De todo modo, quando esses lucros registrados na reserva de lucros a realizar forem realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a mencionada realização (artigo 202, inciso III). Com a providência, evita-se que a companhia seja

---

35 CAMPINHO, Sérgio. Op. cit. p. 373.

obrigada a pagar dividendos sem que reúna recursos financeiros disponíveis.

A introdução do dividendo obrigatório em estatuto omissivo poderá ocorrer a qualquer tempo por deliberação da assembleia geral que irá alterá-lo para introduzir regra dispondo sobre a matéria. Mas aquela liberdade originária que se apresenta em favor dos fundadores da companhia para estabelecer o critério do seu cálculo, quando da constituição da sociedade, não mais subsiste em favor da assembleia geral dos acionistas. O §2º do artigo 202 prescreve o dividendo mínimo de 25% do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I do próprio artigo 202 para as companhias já constituídas que tiverem estatuto omissivo e a assembleia geral decidir por sua modificação para contemplar regramento expresso sobre o tema. A previsão tem a clara intenção de albergar os acionistas que, quando ingressaram na companhia, faziam jus a um dividendo obrigatório na razão de 50% do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I daquele mesmo preceito, em decorrência da omissão estatutária. Diante da decisão de adotar uma política de distribuição de dividendos com disciplina estatutária, fazendo para tal inserir no estatuto dispositivo normativo expresso para tratar da matéria, o legislador fixou o patamar mínimo de 25% do lucro líquido ajustado para ser observado na adoção dessa política pela companhia já constituída<sup>36</sup>.

Percebe-se, pois, que o dividendo obrigatório funciona como uma garantia à distribuição mínima do lucro líquido do exercício a que os acionistas fazem jus. A assembleia geral pode, naturalmente, deliberar pela distribuição de dividendos em valores superiores<sup>37</sup>. Nesse caso, representam um *plus* que a sociedade pode – ou não – distribuir, ao passo que o pagamento do dividendo obrigatório constitui a quitação de uma obrigação da companhia, cujo cumprimento

---

36 *Ibidem*. p. 374.

37 *Ibidem*. p. 373.

os acionistas têm o direito de exigir, desde que a sociedade apresente lucros no exercício social<sup>38</sup>.

Entretanto, não se pode olvidar que, a partir do acréscimo do §6º ao artigo 202 da Lei das S.A. pela Lei nº. 10.303/2001, as companhias ficaram obrigadas a distribuir como dividendo todo o lucro líquido do exercício que não for absorvido pelas retenções legalmente autorizadas<sup>39</sup>. O lucro não destinado à constituição das reservas legal (artigo 193), estatutárias (artigo 194), para contingências (artigo 195), de incentivos fiscais (artigo 195-A), de lucros a realizar (artigo 197), de retenção de lucros (artigo 196) deve ser partilhado entre os acionistas.

Em arremate a esse tópico, é relevante sublinhar que o §4º do artigo 202 admite que o pagamento do dividendo obrigatório seja suspenso no exercício em que os órgãos da administração informem à assembleia geral ordinária ser a sua quitação incompatível com a situação financeira da companhia. O relatório da administração deverá ser circunstanciado, expondo à assembleia geral ordinária o risco que o pagamento do dividendo obrigatório poderá gerar para a sociedade, sublinhando a incompatibilidade entre o grau de liquidez da companhia e a distribuição dos dividendos naquele exercício social, justificando o diferimento do seu pagamento. Essa informação deverá ser acompanhada de parecer do conselho fiscal, se em funcionamento. Na companhia aberta, os administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de cinco dias da realização da assembleia geral, exposição justificada da informação transmitida à assembleia, a fim de que a agência reguladora possa dar azo ao exercício de seu poder de polícia<sup>40</sup>.

---

38 EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p. 539.

39 CAMPINHO, Sérgio. Op. cit. p. 379.

40 Essa exposição que deve ser encaminhada à Comissão de Valores Mobiliários tem por escopo permitir que ela possa exercer a competência que lhe vem outorgada pelo inciso V do artigo 8º da Lei nº. 6.385/76, de fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, prioritariamente

Mas a assembleia geral é soberana para decidir sobre a suspensão ou não do pagamento dos dividendos obrigatórios (artigo 132, inciso II). Os lucros que deixarem de ser distribuídos em razão da decisão assemblear serão obrigatoriamente registrados como reserva especial e, preceitua o §5º do artigo 202, se não absorvidos por prejuízos verificados em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia. Essa retenção do dividendo obrigatório que terá principiologicamente um caráter temporário ou transitório se aplica, é lícito destacar, a toda e qualquer espécie de sociedade anônima<sup>41</sup>.

## **2.7. Reservas sociais.**

As reservas representam parcelas do patrimônio líquido da companhia que possuem destinação específica. Traduzem, portanto, valores adicionais nesse patrimônio, servindo como reforço à estrutura financeira da sociedade<sup>42</sup>.

A lei disciplina duas espécies de reservas: de lucro e de capital. A primeira tem sua origem no lucro líquido do exercício; a segunda deriva de outros fatores que não os resultados sociais, corporificando a transferência de capital para a companhia que não represente ou consista em contribuição para o capital social.

As reservas de lucro são nutridas, como o próprio nome denuncia, do lucro líquido do exercício. Nesse sentido, o §4º do artigo

---

aquelas que não apresentem lucro em balanço ou as que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. Se dessa fiscalização resultar suspeita de irregularidade, caberá a instauração de inquérito administrativo e, caso confirmada a infração, terá vez a aplicação das sanções indicadas no artigo 11 (artigo 9º, incisos V e VI, da Lei nº. 6.385/76).

41 A retenção dos dividendos não será aplicável aos titulares de ações preferenciais com dividendos fixos ou mínimos (artigo 203).

42 ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 1999, p. 583.

182 preconiza que serão classificadas como reservas de lucro “as contas constituídas pela apropriação de lucros da companhia”.

Por vincularem-se ao lucro líquido do exercício, a alocação de recursos nas reservas de lucro deve constar expressamente da proposta de destinação do lucro líquido do exercício (artigo 192). Também virão refletidas no balanço patrimonial (artigo 178, §2º, inciso III) e na demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados (artigo 186) que usualmente dá lugar à demonstração das mutações do patrimônio líquido, sendo, na prática, por ela incorporada, consoante se infere do teor do §2º do artigo 186.

A expressão *reserva de lucros* revela um gênero, que se subdivide nas seguintes espécies: (i) reserva legal (artigo 193); (ii) reserva estatutária (artigo 194); (iii) reserva para contingências (artigo 195); (iv) reserva de incentivos fiscais (artigo 195-A); (v) reserva de retenção de lucros (artigo 196); (vi) reserva de lucros a realizar (artigo 197); e (vii) reserva especial (§5º do artigo 202).

A primeira é obrigatória; as demais, facultativas, de modo que podem ou não existir.

Suas origens estão atreladas a três fontes distintas: a reserva legal, como sua própria designação revela, decorre da lei; a reserva estatutária, como igualmente se percebe, nasce a partir da previsão constante do estatuto social; as demais advêm de decisão assemblear.

As reservas de capital têm sua formação a partir do ágio vinculado ao preço de emissão das ações<sup>43</sup> e do produto da alienação de partes beneficiárias e bônus de subscrição (§2º do artigo 13, parágrafo único do artigo 14 e §1º do artigo 182). Não nascem, pois, do lucro líquido do exercício<sup>44</sup>. As reservas de capital não contam com um li-

---

43 Caso as ações possuam valor nominal, a importância que o ultrapassar será destinada à reserva de capital (§2º do artigo 13); caso não possuam, será transferida para a mencionada reserva a parte do preço de emissão destinada à sua formação (parágrafo único do artigo 14).

44 Os valores que constituem a reserva de capital não transitam pela conta de resultados da companhia.

mite máximo, com um teto, podendo, assim, atingir qualquer montante.

A utilização dos recursos mantidos na conta de reserva de capital não é livre. Apenas podem ser empregados nas situações taxativamente declinadas no artigo 200 da Lei nº. 6.404/76, a saber: (i) absorção de prejuízos que ultrapassem eventuais lucros acumulados e as reservas de lucro, nos moldes do parágrafo único do artigo 189 do mesmo diploma legal; (ii) resgate, reembolso ou compra de ações; (iii) resgate de partes beneficiárias; (iv) incorporação ao capital social; ou (v) pagamento de dividendo cumulativo das ações preferenciais, quando esta vantagem lhes for assegurada, na hipótese de ser o lucro insuficiente, nos termos do §6º do artigo 17 da Lei nº 6.404/76<sup>45 e 46</sup>. A menção ao vocábulo “somente” no *caput* do artigo 200 revela estar-se diante de elenco *numerus clausus*.

## 2.8. Reserva de lucros a realizar.

A reserva de lucros a realizar (artigo 197), de fonte exclusiva-

---

45 Como já destacado, o inciso V do artigo 200 ainda faz menção ao §5º do artigo 17, muito embora tenha sido ele renumerado para §6º em virtude das modificações feitas no aludido artigo 17 pela Lei nº. 10.303/2001. Pende, de fato, tal adaptação.

46 Modesto Carvalhosa (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3, p. 1.079) e Nelson Eizirik (EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p. 520) chamam atenção para o fato de que as reservas de capital apenas podem ser destinadas ao pagamento de dividendos em caráter excepcional. A companhia somente pode pagar dividendos à conta do lucro líquido do exercício, das reservas de lucro e de eventuais lucros acumulados remanescentes. Somente se esses fundos forem insuficientes para fazer frente ao pagamento dos dividendos devidos às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo é que os recursos mantidos em reserva de capital poderão ser utilizados (*caput* do artigo 201, inciso V do artigo 200 e §6º do artigo 17). Em artigo publicado na Revista Semestral de Direito Empresarial (RSDE), José Alexandre Tavares Guerreiro defende que dividendos de ações ordinárias podem ser pagos mesmo à conta de reservas de capital, no caso de companhias que não possuam ações preferenciais em seu capital (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Dividendos de ações ordinárias e reservas de capital. *Revista Semestral de Direito Empresarial (RSDE)*. Rio de Janeiro: Renovar, nº. 6, p. 3-30, jan./jun. 2010).

mente assemblear, tem por escopo evitar que a companhia seja obrigada a distribuir lucro ainda não realizado, mas já lançado em sua contabilidade, funcionando, assim, como um verdadeiro instrumento de autotutela financeira disposto a favor da companhia<sup>47</sup>.

A expressão “lucros a realizar” vem utilizada na lei no sentido de identificar os lucros contabilmente registrados sem que correspondam, efetivamente, a lucros reais<sup>48</sup>.

A constituição dessa específica reserva de lucro revela prática contábil que visa a ajustar a liquidez da companhia, evitando a sua descapitalização em decorrência do pagamento do dividendo obrigatório<sup>49</sup>.

Com efeito, o objetivo imediato da reserva de lucros a realizar, consoante expressamente declarado na exposição justificativa da lavra de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, que acompanhou o projeto de lei que se converteu na Lei nº. 6.404/76, é o de fazer com que o dividendo obrigatório possa ser fixado como percentagem do lucro do exercício sem risco de criar problemas financeiros para a sociedade. Ao mesmo tempo em que a Lei nº. 6.404/76 torna obrigatória a distribuição de uma parte dos lucros apurados no exercício, aparelha a companhia com a faculdade de constituir a reserva de lucros a realizar, de modo a obstar que possa sofrer desnecessária e injusta descapitalização com o pagamento de tais dividendos<sup>50</sup>.

---

47 LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Comentários à lei. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. III, p. 57.

48 MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. 4ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 835.

49 Parecer PFE/CVM nº. 19/2003.

50 Sob o ponto de vista contábil, aduzem Eliseu Martins, Ernesto Rubens Gelbeke, Ariovaldo dos Santos e Sérgio de Iudícibus: “O objetivo de constituí-la é não distribuir dividendos obrigatórios sobre a parcela de lucros ainda não realizada financeiramente (apesar de contábil e economicamente realizada) pela companhia, quando tais dividendos excederem a parcela financeiramente realizada do lucro líquido do exercício. Como a Contabilidade considera, para

A reforma implementada pela Lei nº. 10.303/2001 modificou substancialmente o modo de cálculo dessa reserva em relação à redação original do artigo 197 da Lei nº. 6.404/76. Deixou o cálculo de ser realizado a partir das demais espécies de reserva de lucro, passando a ser elaborado em razão do dividendo obrigatório. Dessa feita, a reserva de lucros a realizar será constituída quando não existirem lucros realizados suficientes para o pagamento do dividendo obrigatório, que serve, assim, de parâmetro no cálculo dessa reserva. A parcela do lucro do período que não tiver sido financeiramente realizada será registrada em reserva de lucros a realizar, para quando financeiramente realizada, integral ou parcialmente, em períodos posteriores, possa então ser distribuída como dividendos<sup>51</sup>.

Não se pode perder de vista, entretanto, que a alteração do método de cálculo da reserva de lucros a realizar, apropriado em função dos dividendos obrigatórios, não implica que essa reserva seja de dividendos. Essa é uma confusão que não se pode admitir. A reserva especial para dividendo obrigatório vem prevista no §5º do artigo 202 e foi abordada no item II.6 deste parecer. Consoante foi no aludido tópico desenvolvido, a sua fonte, o seu fundamento e a sua finalidade são completamente distintos e especiais. A reserva de lucros a realizar é uma reserva de lucros e não de dividendos<sup>52</sup>, que fique bem claro.

Assim é que não há qualquer impeço legal para a alocação de grande parte do lucro líquido do exercício ou até mesmo de sua totalidade, uma vez já formada a reserva legal (artigo 193), na reserva de lucros a realizar, quando esse lucro não tiver sido realizado. Trata-se de lucro meramente contábil e, dessa forma, nenhuma outra reserva

---

a apuração do lucro, não somente os fatos financeiros, mas também os econômicos, dificilmente todo o lucro apurado da companhia resulta em um aumento correspondente em seu ativo circulante. Isso é mais verdade quando a perda do poder aquisitivo da moeda é reconhecida nas demonstrações contábeis" (MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de. Op. cit. p. 422).

51 Loc. cit.

52 Loc. cit; e LUCENA, José Waldecy. Op. cit. p. 59.

facultativa encontra-se apta a albergá-lo. A reserva estatutária exige a fixação do limite máximo da reserva (artigo 194, inciso III), o que não se amolda com a natureza e a finalidade da alocação do lucro não realizado. A reserva de incentivos fiscais, por evidente, não se presta a esse fim (artigo 195-A). Também a ele não se adequa a reserva para contingências (artigo 195), porquanto somente o lucro realizado pode se destinar a compensar, em exercício futuro, a diminuição do lucro decorrente de perda provável, cujo valor possa ser estimado. Igualmente não se mostra concretamente factível afetar lucro não realizado à execução de projeto, fundamento da reserva de retenção de lucros (artigo 196)<sup>53</sup>.

Ademais, diante do sentido lógico-racional que se deve conferir à lei no exercício de sua interpretação, se a companhia tem o direito de deixar de distribuir o dividendo obrigatório no exercício social em que não existir lucro realizado suficiente para o seu pagamento, registrando o montante devido como reserva de lucros a realizar (artigo 202, inciso II), por dedução lógica daí decorrente, também terá o direito de não promover a partilha do restante do lucro meramente contábil. Afronta a racionalidade da lei e a essência de sua exegese finalística, admitir que a companhia possa apenas reter a parcela do dividendo obrigatório, mas não a parcela do dividendo não obrigatório.

---

53 Com essa mesma opinião, Luiz Carlos Piva: “Na hipótese do inciso II, pode ocorrer que todo o lucro líquido do exercício, ou grande parte dele, não tenha sido realizada. Nesse caso, após destinar parcela do lucro à constituição de Reserva de Lucros a Realizar e, se for o caso, parte à Reserva Legal, o lucro remanescente, caso não possa ser destinado a uma reserva prevista na LSA ou no Estatuto poderá, na minha opinião, ser integralmente destinado à Reserva de Lucros a Realizar. É improvável que lucro não realizado na hipótese do inciso II do §1º do artigo 197 possa ser destinado a uma reserva prevista na Lei, porque: (i) não se trata de contingência, pois o lucro foi auferido, embora não tenha sido realizado; e (ii) parece não ser factível destinar lucro não realizado à execução de projeto (art. 196, da LSA). Resta a destinação às reservas estatutárias, mas que reserva estatutária, para ser consistente, poderia abrigar esse valor senão uma de “Lucros a Realizar”? (PIVA, Luiz Carlos. Lucros, reservas e dividendos. In: FILHO, Lamy Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. II, p. 1.700).

## 2.9. Reversão e utilização da reserva de lucros a realizar.

A reversão da reserva de lucros a realizar apenas se faz obrigatória a partir do momento em que os lucros contábeis convertem-se em lucros reais.

Por esse motivo é que a lei não define o momento no qual a reserva deve ser revertida e nem a subordina a um limite máximo, como o fez na constituição da reserva legal e das reservas estatutárias (artigo 199).

A reversão deve ser realizada a partir da disponibilização dos recursos financeiros para que a companhia possa distribuí-los. Os valores financeiros, em regra, devem ser traduzidos em moeda, em dinheiro. Mas nada obsta que também sejam representados por quase-moeda<sup>54</sup>, em função de revelarem instrumentos financeiros dotados de liquidez e, assim, passíveis de cômoda conversão em moeda<sup>55</sup>.

---

54 Sobre o tema professa José Luiz Bulhões Pedreira: “G) Realização mediante conversão em quase-moeda – Em sentido próprio, realizar valor é convertê-lo em moeda, mas é possível adotar, para determinados efeitos, conceito mais abrangente de realização – que compreende a conversão do valor estimado tanto em moeda quanto em quase-moeda. O elevado grau de liquidez dos instrumentos financeiros referidos como quase-moeda justifica a proposição de que quem converte o valor estimado de um bem em valor estimado contido nesses instrumentos financeiros virtualmente o realiza, uma vez que pode ser – com segurança e prontamente – convertido em moeda mediante nova troca no mercado com pequena perda de valor (correspondente ao desconto do valor futuro à taxa de juros do mercado). H) Conceitos contábil e tributário de realização – A fim de evitar confusões conceituais, vale antecipar a informação de que a Contabilidade e o direito tributário adotam conceitos de realização que não coincidem inteiramente com o acima exposto. O conceito contábil de realização, que será analisado adiante, é mais abrangente – compreende a transferência do valor estimado em caso de transformação do bem no patrimônio e equipara a realização virtual à efetiva; e a legislação do imposto de renda define – para efeito da incidência do imposto – modalidades de realização em que não há conversão de valor em moeda” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 169-170).

55 Acerca do conceito de liquidez, confira-se a lição de José Luiz Bulhões Pedreira: “A noção de liquidez é derivada do conceito de realização de valor. A) Liquidez do bem do patrimônio – Liquidez é a qualidade do bem do patrimônio de ser moeda, ou de conter valor financeiro que pode ser facilmente convertido em moeda. *Liquidez significa, na expressão, a qualidade ou estado da substância líquida – que flui ou corre, e pode ser transferida de um recipiente*

No caso concreto da consulta, o evento considerado para se ter a reserva como realizada não traduziu o ingresso exclusivo de dinheiro na companhia. Na reunião do conselho de administração realizada em 21.12.2018, concluída em 26.12.2018 e rerratificada em 22.02.2019, foi reconhecida pelo órgão de administração da companhia a realização da integralidade do saldo da reserva de lucros a realizar, verificada consoante o balanço patrimonial da companhia levantado em 31.12.2017. A motivação objetiva para se ter a reserva como realizada amparou-se: (i) na venda de participação majoritária no Shopping YY, ocorrida no exercício de 2018, por aproximadamente R\$937.000.000,00 (novecentos e trinta e sete milhões de reais), remanescendo o valor líquido de aproximadamente R\$207.000.000,00 (duzentos e sete milhões de reais) após o pagamento de dívida sênior no âmbito dos Bonds emitidos por subsidiárias da Companhia no exterior e uma parte das dívidas locais da Companhia; e (ii) na integralização pela Companhia de cotas do Fundo de Investimento FII mediante a conferência de ações de sociedade 100% detida pela Companhia e proprietária das participações em 11, de 16 shopping centers do grupo XX, o qual passou a ser dotado de liquidez mediante a admissão à negociação de suas quotas na B3, atribuindo efeito contábil de realização destes investimentos para fins do artigo 197 da Lei das S.A.

Nesse passo, o conselho de administração deliberou, *ad referendum* da assembleia geral extraordinária dos acionistas, em observância da alínea “n” do artigo 19 do estatuto social, a distribuição dos dividendos derivados da realização dos lucros registrados na reserva de lucros a realizar da forma seguinte: (i) aproximadamente R\$207.000.000,00 (duzentos e sete milhões de reais) a serem pagos

---

para outro, tomando a forma daquele em que se encontra. O valor financeiro líquido pode ser transferido (mediante troca no mercado) de um bem para outro, adaptando-se a qualquer bem que o ‘contenha’. O conceito de liquidez do bem do patrimônio representa, portanto, relação de conversão de valor financeiro estimado em moeda, e o grau de liquidez de cada bem é função da probabilidade e do prazo dessa conversão: o bem é tanto mais líquido quanto mais fácil e mais rapidamente seu valor puder ser realizado em moeda” (Ibidem. p. 170-171).

em dinheiro, referentes a 25% do montante total da reserva de lucros a realizar, que corresponderia ao montante do dividendo mínimo obrigatório, em atendimento à orientação contida no Parecer CVM/SJU nº 1, de 09.01.1987; e (ii) aproximadamente R\$622.000.000,00 (seiscientos e vinte e dois milhões de reais) a serem pagos *in natura*, referentes a 75% do montante total da reserva de lucros a realizar, correspondente à parcela remanescente, por meio da entrega de cotas do FII, na proporção de uma cota para cada ação detida ou, para os acionistas que não desejassem receber cotas do FII, debêntures perpétuas, simples, não conversíveis em ações, da espécie subordinada, sem garantias, remuneradas por juros fixos acrescidos de correção monetária e resgatáveis a qualquer tempo.

A assembleia geral extraordinária dos acionistas, em 26.03.2019, por maioria de votos dos presentes, vencido um único acionista e também credor da sociedade, aprovou a distribuição dos dividendos encaminhada pelo conselho de administração, ratificando o reconhecimento manifestado no seio daquele órgão de administração, no sentido de se ter por caracterizada a realização da totalidade do saldo da reserva de lucros a realizar. Os dividendos foram pagos aos acionistas em 09.04.2019.

A companhia, com efeito, ao promover a troca de participações societárias despidas de liquidez por cotas de um FII, alterou substancialmente o perfil dos seus ativos, que passaram, assim, a nutrir liquidez.

Os negócios jurídicos implementados para a realocação de ativos da companhia, muito embora não traduzam o ingresso de dinheiro na sociedade, resultam na titularização de cotas de fundo com valor de mercado, conforme testemunhado pelo Professor ZZ, em seu parecer datado de 31.01.2019, a mim disponibilizado. Permuta de ativos sem liquidez por outros com valoração de mercado e, desse modo, dotados de liquidez, parece-me, tal qual concluiu o referido professor, efetivo e determinante evento que altera essencialmente a origem da reserva de lucros a realizar, que assim se deve considerar desfeita.

A relativização do entendimento de que a reversão da reserva de lucros a realizar somente poderia implementar-se por meio do ingresso de dinheiro na companhia é um imperativo às boas práticas de governança, pois nada justifica manter-se retidos e estagnados na sociedade lucros que podem ser traduzidos em dividendos distribuíveis aos acionistas. Eventos de qualquer natureza, desde que sejam capazes de financeira e economicamente transmutar o perfil contábil do lucro podem, e a meu ver devem, ser considerados como potencialmente realizadores dos lucros que justificaram a formação da reserva de lucros a realizar. Entendo que isso foi o que realmente aconteceu no caso da consulta, que resultou na distribuição para os acionistas de dividendos pagos em dinheiro e *in natura*. Para a companhia não mais havia o risco de descapitalização derivada da distribuição de lucro meramente contábil, a razão de ser da constituição da reserva de lucros a realizar.

É dentro do padrão de interpretação lógico, racional e finalístico da lei que se deve considerar a transferência dos ativos para o FII promovida pela companhia como um evento de realização da reserva de lucros a realizar.

Os lucros retidos na reserva de lucros a realizar, quando realizados, devem ser destinados exclusivamente para o pagamento do dividendo (§2º do artigo 197).

Nos incisos II e III do artigo 202, a Lei das S.A. determina que o pagamento do dividendo obrigatório pode ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (inciso II) e que os lucros nela registrados, quando realizados, e se não tiverem sido absorvidos por eventuais prejuízos em exercícios subsequentes, sejam acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização (inciso III).

Do esquema normativo em questão, deduz-se que a utilização dessa reserva está necessariamente vinculada à eventual compensação dos prejuízos ou à sua distribuição, como dividendo, aos acionis-

tas<sup>56</sup>. Desse modo, promove-se a transferência da parcela realizada dos lucros da reserva para a conta de lucros ou prejuízos acumulados e, em sequência, diretamente para dividendos a pagar<sup>57</sup>.

Percebe-se que, na hipótese da consulta, a realização da reserva de lucros a realizar e a distribuição, como dividendos, de todo o lucro nela alocado, consistiu em operação chancelada pela lei. A iniciativa dos administradores reflete o cumprimento de seus deveres fiduciários no desiderato de realizar o interesse da companhia, tanto que ratificada pela assembleia geral extraordinária dos acionistas, órgão social investido dos poderes de definir o interesse social, por meio do predomínio da vontade majoritária.

Em suma, penso que a operação de realocação de ativos da companhia e a distribuição de dividendos intermediários realizada em favor de seus acionistas são plenamente legais e feitas nos limites impostos pelos fins econômico e social, bem como pela boa-fé objetiva.

### **3. As respostas aos quesitos.**

Diante do exposto, passo objetivamente a responder os quesitos formulados:

QUESITO Nº 1: A transferência dos Ativos para o FII realizada pela Companhia poderia ser considerada como um evento de realização da RLAR?

Sim.

A reversão da reserva de lucros a realizar deve ser implementada a partir da disponibilização dos recursos financeiros para que a

---

56 EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p. 510; LUCENA, José Waldecy. Op. cit. p. 61; PIVA, Luiz Carlos. Op. cit. p. 1.701.

57 LUCENA, José Waldecy. Op. cit. p. 61-62; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de. Op. cit. p. 425.

companhia possa distribuí-los. Os valores financeiros, em regra, devem ser traduzidos em moeda, em dinheiro. Mas nada obsta que também sejam representados por quase-moeda, em função de revelarem instrumentos financeiros dotados de liquidez e, assim, passíveis de cômoda conversão em moeda.

Os negócios jurídicos ultimados para a realocação de ativos da companhia, muito embora não traduzam o ingresso de dinheiro na sociedade, resultam na titularização de cotas de fundo com valor de mercado. Permuta de ativos sem liquidez por outros com valoração de mercado e, desse modo, dotados de liquidez, parece-me efetivo e determinante evento que altera essencialmente a origem da reserva de lucros a realizar, que assim se deve considerar desfeita.

A relativização do entendimento de que a reversão da reserva de lucros a realizar somente poderia implementar-se por meio do ingresso de dinheiro na companhia é um imperativo às boas práticas de governança, pois nada justifica manter-se retidos e estagnados na sociedade lucros que podem ser traduzidos em dividendos distribuíveis aos acionistas. Eventos de qualquer natureza, desde que sejam capazes de financeira e economicamente transmutar o perfil contábil do lucro podem, e a meu ver devem, ser considerados como potencialmente realizadores dos lucros que justificaram a formação da reserva de lucros a realizar. Entendo que isso foi o que realmente aconteceu no caso da consulta, que resultou na distribuição para os acionistas de dividendos pagos em dinheiro e *in natura*. Para a companhia não mais havia o risco de descapitalização derivada da distribuição de lucro meramente contábil, a razão de ser da constituição da reserva de lucros a realizar.

QUESITO Nº. 2: Verificadas razões econômicas e financeiras, em vista da situação da Companhia e do mercado, que justifiquem a adoção de medidas com vistas a realocar os Ativos, de modo a extrair maior eficiência e benefícios para a Companhia e seus acionistas, conforme abordado no parecer do Prof. WW, é possível entender que, caso deixassem de agir para implementar tais medidas no inte-

resse da Companhia e seus acionistas, os administradores poderiam ser questionados por eventual descumprimento de seus deveres fiduciários?

Sim.

A conduta dos administradores da companhia deve ser orientada para a realização do fim social (fim da companhia). Impende que suas atribuições e poderes sejam exercidos para que a sociedade desenvolva o seu objeto social do modo mais eficiente possível, sendo, assim, traduzido no incremento do lucro empresarial e no consequente ganho dos acionistas. Os poderes que por lei são atribuídos aos administradores revelam poderes-deveres, com caráter, portanto, funcional ou fiduciário, razão pela qual devem ser sempre exercidos com vistas à realização do interesse da companhia (interesse social).

QUESITO Nº 3: Uma vez realizada a RLAR, poderiam os administradores deixar de distribuir os lucros ali alocados a título de Dividendos ou distribuir apenas uma parcela correspondente a 25% a título de dividendo obrigatório, retendo indefinidamente o saldo remanescente?

Não.

Os lucros retidos na reserva de lucros a realizar, quando realizados, devem ser destinados obrigatoriamente para o pagamento do dividendo.

A utilização dessa reserva está necessariamente vinculada à eventual compensação dos prejuízos ou à sua distribuição, como dividendo, aos acionistas.

A iniciativa dos administradores reflete o cumprimento de seus deveres fiduciários no desiderato de realizar o interesse da companhia, tanto que ratificada pela assembleia geral extraordinária dos acionistas, órgão social investido dos poderes de definir o interesse social por meio do predomínio da vontade majoritária.

Portanto, parece-me correta, à luz do esquema normativo da Lei nº. 6.404/76, a distribuição da totalidade dos lucros, a título de dividendos, que se encontravam alocados na reserva de lucros a realizar, diante da constatação de sua realização.

QUESITO Nº 4: Caso não seja este o Vosso entendimento, tendo em vista que os lucros alocados na reserva de lucros a realizar, uma vez realizados, somente podem ser destinados ao pagamento de dividendos, não sendo passíveis sequer de capitalização, ao proceder ao pagamento dos Dividendos aos acionistas uma vez realizada a RLAR, teriam os administradores dado cumprimento a seus deveres fiduciários?

Em face do entendimento expressado na resposta ao quesito anterior, a resposta a este quesito encontra-se prejudicada. Contudo, para que não parem dúvidas da escorreita conduta dos administradores da companhia e em apreço ao debate da matéria, na consideração de que se pudesse nutrir entendimento diverso – o que me parece claramente deslocado do modelo traçado na Lei das S.A. –, os administradores cumpriram adequadamente seus deveres fiduciários, na medida em que, sem descurar da função social que a companhia deve realizar, imprimiram concretude à persecução do resultado economicamente útil para os acionistas: o recebimento dos dividendos, mola que impulsiona o desejo de estarem reunidos em sociedade e legítima a vontade de suportarem as áleas comuns. No cumprimento de seus deveres fiduciários, os administradores devem sempre fazer prevalecer o interesse social sobre o interesse particular de qualquer indivíduo ou grupo, interno ou externo à companhia.

É o parecer, *s.m.j.*



# MULTILENIÊNCIA DO EMPRESÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO<sup>1</sup>

## MULTI-LENIENCY AGREEMENTS UNDER BRAZILIAN LAW

*Mauricio Moreira Menezes*

*Resumo:* Os acordos de leniência foram introduzidos na ordem jurídica brasileira pela Lei de Defesa da Concorrência e ganharam forte repercussão a partir dos escândalos de corrupção revelados pela Operação Lava-Jato. Problema grave consiste na distorção causada pela intervenção do Ministério Público, que celebrou acordos de leniência anticorrupção, diversamente da norma expressa na Lei Anticorrupção, que contempla a competência da Controladoria-Geral da União para esse fim. A tais incertezas soma-se a resistência do Tribunal de Contas da União em excluir a sanção de inidoneidade do empresário leniente, impedindo-o de contratar com a Administração Pública. Por fim, considerando que determinados atos ilícitos podem sujeitar seu agente ao poder sancionador de diferentes órgãos estatais, constata-se que, previamente à adesão a qualquer programa de leniência, deve o empresário averiguar a incidência de competências punitivas concorrentes, de tal sorte a recomendar a abertura de várias frentes de negociação, naquilo que seria uma cumulação de programas de leniência, que aqui se dá o nome de *multileniência* do empresário.

*Palavras-chave:* Acordos de leniência antitruste e anticorrupção. Acordo administrativo em processo de supervisão. Multileniência do empresário.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 03.12.2018 e aceito em 14.12.2018.

*Abstract:* The mechanism of leniency agreements was introduced in the Brazilian Legal System by the Antitrust Law and gained repercussion with the huge corruption scandals emerging from Operation Car Wash. A grave problem has arisen however, consisting of the distortion caused by the intervention of the Federal Prosecution Service in reaching leniency agreements in situations that run counter to the rules in the Anticorruption Law, according to which competence for this purpose rests with the Office of the Comptroller General. In addition to the resulting uncertainties, there has been resistance from the Federal Audit Tribunal to the exclusion of the penalty of unfitness to participate in tenders and contract with the public administration. Considering that certain illicit acts can subject the offender to the penalizing power of different governmental authorities, before adhering to any leniency program, parties should pay attention to the possibility of facing sanctions from multiple authorities, and conduct negotiations in light of this possibility, through what can be called “multi-lenieny agreements”.

*Keywords:* Anti-trust and anti-corruption leniency agreements. Leniency agreements before the Brazilian Securities and Exchange Commission. Multi-lenieny agreements.

*Sumário:* Introdução. 1. Nota sobre os programas de leniência no Brasil. 2. A leniência anticorrupção e seu papel promocional da virada ética no ambiente de negócios. 3. Multileniência do empresário. Conclusão.

## **Introdução.**

Recentemente, os acordos de leniência ganharam forte repercussão na opinião pública e, especialmente, no círculo jurídico, em razão dos escândalos de corrupção revelados pela Operação Lava-Jato, seus desdobramentos e outras operações de repressão aos cri-

mes praticados no ambiente corporativo (mencione-se, como exemplos, as operações *Greenfield*, *Zelotes* e *Calicute*).<sup>2</sup>

Embora o acordo de leniência houvesse sido introduzido na ordem jurídica brasileira pela “Lei de Defesa da Concorrência” (Lei nº 8.884/1994 com a redação dada pela Lei nº 10.149/2000, revogada pela Lei nº 12.529/2011, atualmente em vigor), foi o contexto de crise generalizada de companhias envolvidas naqueles malfeitos que tornou frequente tal expediente.

Portanto, a leniência ofertada pela Lei nº 12.846/2013 (“Lei Anticorrupção”) protagonizou-se como caminho para o saneamento das organizações empresárias que incorreram em ilícitos praticados contra a Administração Pública<sup>3</sup>.

Curiosamente, esses acordos vieram a ser inicialmente celebrados com o Ministério Público Federal e posteriormente homologados judicialmente, em nítido contraste com o disposto na Lei Anticorrupção, que contempla a competência da Controladoria-Geral da União (“CGU”) para a contratação da leniência no âmbito do Poder Executivo federal (art. 16, § 10) e não a condiciona à homologação judicial.

A consequência natural dessa distorção foi a necessidade de celebração de nova leniência pelas companhias que antes desembolsaram elevadas quantias em razão daquela formalizada com o Ministério Público. Mais grave, o Tribunal de Contas da União ainda expôs obstáculos para livrar as companhias lenientes da sanção de inidonei-

---

2 Este artigo foi elaborado com base na palestra dada pelo autor no 8º Congresso Brasileiro de Direito Comercial, realizado na Associação dos Advogados de São Paulo.

3 Para fins deste artigo, são equiparadas as expressões empresa, entidade empresária e organização empresária. O mesmo se diga quanto à pessoa do empresário e da sociedade empresária, que afinal irão responder nos termos da Lei Anticorrupção: sua responsabilidade é consequência daquela atribuída à empresa, enquanto organização empresária. A efetivação dessa responsabilidade diz respeito a momento posterior e dependerá do tipo jurídico eleito para revestir formalmente a organização (se companhia, sociedade limitada, fundo de investimentos, sociedade em conta de participação, sociedade em comum, EIRELI etc.).

dade, cujo efeito prático continuava a ser a proibição de contratação com o Poder Público.

Em suma, os empresários brasileiros surpreenderam-se com indesejáveis incertezas resultantes de hesitações do Estado quanto aos programas de leniência previstos em lei.

Além desse quadro, alguns dos ilícitos podem vir a atrair a competência de outras agências estatais, como a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”), os quais podem se valer igualmente da leniência para pôr fim a processos sancionadores (quanto à CVM, o acordo de leniência ganhou a nomenclatura de “acordo administrativo em processo de supervisão”, nos termos da Lei nº 13.506/2017).

Logo, soma-se às perplexidades geradas pela episódica inocuidade da leniência anticorrupção a necessidade de averiguação da incidência de competências punitivas concorrentes de outros órgãos estatais, de tal sorte a recomendar a abertura de várias frentes de negociação, naquilo que seria uma cumulação de programas de leniência, que aqui se dá o nome de *multileniência* do empresário.

Nesse sentido, cabe trazer breves comentários a respeito dos acordos de leniência no direito brasileiro, tratando da experiência passada, das dificuldades atuais e de questões em perspectiva a respeito de sua eficiência, especialmente da necessidade de se conferir ampla isenção ou redução dos diversos tipos de sanção e restrições a que se encontra exposto o empresário que tenha incorrido em atos ilícitos e, não obstante, tenha colaborado com as autoridades para o aprofundamento das investigações e a voluntária assunção de compromissos, nos termos da lei.

## **1. Nota sobre os programas de leniência no Brasil.**

Em geral, defende-se que os empresários devem buscar a conformidade do exercício de suas atividades com a norma legal e a re-

gulatoria, adotando programas de integridade que visam funcionar, predominantemente, no sentido de prevenir o ato ilícito ou de dissuadir sua prática.

A experiência ensina que nem sempre os programas preventivos são exitosos.

Ainda assim, quando efetivamente verificada a prática de ilícito, sobretudo por deficiência dos controles internos da própria organização empresária, a lei não a coloca à margem do ordenamento e, muito ao contrário, incentiva-a a reconhecer os próprios erros e a tomar medidas para sanear o problema.

Portanto, a despeito da organização empresária incorrer em reprovável conduta ilegal, há espaço para a adoção de importante ferramenta de adequação a padrões de conformidade anticorrupção, concorrencial etc. E o acordo de leniência ocupa com protagonismo dito espaço, servindo como relevantíssimo instrumento de readequação da organização empresária.

Com efeito, sob a perspectiva do empresário, uma das principais funções da leniência consiste na busca pelo restabelecimento do curso ordinário dos negócios, inclusive para que a entidade empresária volte a contratar com a Administração Pública, seja por meio de participação em licitações, seja pelo acesso a linhas de crédito de bancos oficiais.

Sob o ponto de vista da autoridade pública, a leniência é tratada como instrumento investigativo, de tal modo que sua utilidade está ligada à ausência (ou insuficiência) de informações sobre o ato ilícito e a redução de custos para sua obtenção.

Essa é a razão pela qual as leis estabelecem como requisitos à leniência a confissão do infrator e sua efetiva colaboração com as investigações, da qual resulte a identificação dos demais envolvidos na infração e a obtenção de informações e documentos que comprovem a infração noticiada, das quais o Poder Público não disponha previamente.

A quebra da rede de agentes implicados na atividade ilícita, que consubstancia método para sua cessação à vista da aniquilação da cumplicidade entre aqueles, consiste em outro propósito da autoridade pública. Justamente por isso, o “candidato” à leniência deve ser o primeiro a identificar sua própria participação na infração noticiada.

Segundo dados históricos em matéria de acordo de leniência, a motivação para sua regulação tem origem nos esforços de repressão a infrações contra a ordem econômica, tanto no Brasil quanto no exterior, valendo destacar a primazia dos Estados Unidos da América, indicados pela doutrina especializada como o primeiro país a sistematizar normas a esse respeito.<sup>4</sup>

No Brasil, o CADE tem uma história bem-sucedida e, segundo divulgado em seu sítio oficial na internet, a autarquia considera o acordo de leniência um dos principais instrumentos de combate a cartéis, mencionando que em torno de 50 acordos de leniência foram assinados desde 2003.<sup>5</sup>

Portanto, a inclusão do acordo de leniência na Lei Anticorrupção foi, sem dúvida, incentivada por sua proveitosa aplicação no âmbito da Lei de Defesa da Concorrência, sendo realizada por meio de emenda ao Projeto de Lei nº 6.826/2010. Nesse sentido, leia-se trecho do voto do Relator, Deputado Carlos Zarattini, por ocasião da apresentação de seu Relatório Final:

---

4 Embora faça-se referência ao “Act for the prevention and supression of combinations formed in restraint of trade”, editado em 1889 no Canadá, como a primeira lei antitruste, a doutrina indica que a origem da sistematização normativa da defesa da concorrência corresponde ao “Sherman Act”, editado em 1890 nos Estados Unidos da América, complementada posteriormente pelo Clayton Act, de 1914 (vide, por todos, RAMOS, André Luiz S. C. *O Sherman Act e a origem das leis antitruste* — quem realmente se beneficia com elas? Mises Brasil. Artigos. 30 dez. 2014. Disponível em “<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1999>”. Acesso em: 20 nov. 2018).

5 CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. *Programa de Leniência*. Disponível em: “<http://www.cade.gov.br/assuntos/programa-de-leniencia>”. Acesso em: 20 nov. 2018.

Para somente citar um exemplo de diálogo da Comissão Especial do PL 6.826/10 com setores interessados, é importante mencionar a participação do Instituto Brasileiro de Direito Empresarial – IBRADEMP, que contribuiu com análise e sugestões tão válidas que foram incorporadas ao projeto de lei. Entre as sugestões do IBRADEMP acolhidas pela Comissão Especial, vale ressaltar a inclusão de capítulo sobre acordo de leniência.<sup>6</sup>

No cenário atual, há pelo menos 3 (três) categorias de acordos de leniência segundo um viés setorial: (i) o acordo antitruste, (ii) o acordo anticorrupção, que vem sendo intensamente discutido, enfrentando problemas de diversas naturezas e, mais recentemente, (iii) o acordo para a defesa dos interesses do mercado de capitais e do sistema financeiro nacional (“acordo administrativo em processo de supervisão”, que será referido simplesmente como “acordo de supervisão”). Embora a última categoria desdobre-se em acordos que podem vir a ser celebrados por duas diferentes autoridades, cada qual na sua esfera de competência (Banco Central do Brasil e CVM), será aqui examinada de modo unitário, à vista de sua disciplina legal uniforme.

A ideia inicial deste artigo é trazer um panorama comparativo sobre esses acordos. Nesse sentido, coloca-se, lado a lado, questões fundamentais que trazem os contornos desses diferentes acordos, para que se verifique sua similitude.

Assim, confira-se adiante quadro descritivo que contempla os principais balizadores do acordo antitruste, estabelecido pela Lei de Defesa da Concorrência, o acordo anticorrupção disciplinado pela Lei Anticorrupção e o acordo de supervisão relacionado ao sistema financeiro nacional e ao mercado de capitais e trazido pela Lei nº 13.506/2017:

---

6 BRASIL. CÂMARA DOS DEPUTADOS. Comissão Especial destinada a proferir parecer ao Projeto de Lei nº 6.826, de 2010. *Parecer*. Relator Deputado Carlos Zarattini. Brasília, 14 mar. 2012. Disponível em: “<http://www.camara.gov.br>”. Acesso em: 5 jun. 2016.

<b>Questão-chave</b>	<b>CADE (L. 12.529/2013)</b>	<b>CGU (L. 12.846/2013)</b>	<b>BACEN/CVM (L. 13.506/2017)</b>
<b>Premissas</b>	Apresentação de provas e identificação dos demais envolvidos nos ilícitos	Apresentação de provas e identificação dos demais envolvidos nos ilícitos	Apresentação de provas e identificação dos demais envolvidos nos ilícitos
<b>Requisitos</b>	Empresário deve antecipar sua conduta (salvo pessoa física); cessação da atividade ilícita; autoridade não disponha de provas suficientes; cooperação com as investigações	Empresário deve antecipar sua conduta (salvo pessoa física); cessação da atividade ilícita; cooperação com as investigações	Empresário antecipe sua conduta (salvo pessoa física); cessação da atividade ilícita; autoridade não disponha de provas suficientes; cooperação com as investigações
<b>Sigilo</b>	Circunscrita aos termos da proposta de acordo	Circunscrita aos termos da proposta de acordo	Apenas trata da não divulgação da proposta; impõe comunicação a outros órgãos e prevê publicidade do acordo
<b>Confissão de culpa</b>	Sim, salvo se proposta for rejeitada	Sim, salvo se proposta for rejeitada	Sim, salvo se proposta for rejeitada
<b>Exclusão ou redução de sanção</b>	Extinção da ação punitiva (caso a autoridade não tenha conhecimento da infração) ou redução da pena de 1/3 a 2/3	Extinção da sanção de publicação extraordinária da condenação e redução da multa em até 2/3	Extinção da ação punitiva (caso a autoridade não tenha conhecimento da infração) ou redução da pena em 1/3

As premissas são basicamente as mesmas: apresentação de provas e identificação dos demais envolvidos nos ilícitos. E os requisitos são muito semelhantes. No acordo de leniência anticorrupção não existe uma referência expressa ao fato da autoridade não dispor de provas suficientes para iniciar um processo sancionador.

Com relação à confidencialidade, a Lei de Defesa da Concor-

rência e a Lei Anticorrupção têm idêntica redação, no sentido de estabelecer que a proposta do acordo de leniência deve ser mantida em sigilo. Na Lei nº 13.506, há menção à não divulgação, mas não há referência expressa à palavra “sigilo”. Ao que tudo indica, o efeito prático é análogo quanto à confidencialidade da proposta de acordo. A inovação da Lei nº 13.506, digna de nota, refere-se à publicidade do acordo que vier a ser efetivamente formalizado, a exemplo do que ocorre com os acordos de leniência firmados com a *Securities and Exchange Commission* e o *Department of Justice*, ambos órgãos sancionadores da esfera federal dos Estados Unidos da América. Trata-se de medida muito bem-vinda e que colabora para a transparência dos atos praticados pela Administração Pública.

A confissão de culpa é requisito comum nas três categorias de leniência. Porém, se a proposta não for aceita, essa confissão de culpa se queda caduca.

Com relação à extinção da ação punitiva ou à redução da sanção, infere-se que, basicamente, são os mesmos critérios, de tal sorte que a única diferença é com relação ao acordo anticorrupção, o qual contempla a extinção da sanção de publicação extraordinária da condenação e a redução da pena em até 2/3.

E quanto aos incentivos de se fazer um acordo?

Inicialmente, devem ser reafirmadas a dificuldade e os custos para a autoridade produzir a prova, valendo ressaltar, no âmbito do mercado de capitais, o exemplo do crime de *insider trading*, cuja demonstração é extremamente onerosa. Sem falar nos atos de corrupção, cujas principais características são sua discrição e o pacto de silêncio entre os agentes corruptores, raramente perceptíveis pelo observador externo ao conluio.

Por outro lado, cabe trazer uma reflexão sugerida por Tina Søreide, professora da *Norwegian School of Economics* e especialista em acordos de leniência.

Sustenta a professora que as organizações empresárias e, principalmente, as grandes companhias abertas, fazem de tudo para não estar sob investigação, para não enfrentar o risco de uma ação judicial cujo resultado é imprevisível. Evitam ser incluídas em cadastros públicos de restrição, em especial as companhias que lidam de modo recorrente com a Administração Pública. As situações de ter seus administradores presos, ter que pagar elevadas multas e ter uma exposição amplamente negativa na mídia são, enfim, indesejáveis. Logo, a leniência pode ser lida como instrumento que viria a afastá-las.<sup>7</sup>

A propósito do acordo de supervisão celebrado com a CVM, o aumento significativo da multa pela Lei 13.506/2017, que alterou o art. 11, §1º, I, da Lei nº 6.385/76 para determinar o novo limite de R\$ 50 milhões, funciona como incentivo para a autodenúncia que poderá levar à celebração do acordo. Vale registrar que a Medida Provisória nº 784, que antecedeu a Lei nº 13.506/2017, chegou a elevar a multa para R\$ 500 milhões, recuando-se para aquele valor de R\$ 50 milhões, o qual, de qualquer modo, é muito superior ao que dispunha a Lei nº 6.385/76, com redação dada pela Lei nº 9.457/97 (R\$ 500 mil).

## **2. A leniência anticorrupção e seu papel promocional da virada ética no ambiente de negócios.**

Como acima se disse, a quebra da rede de atores envolvidos na atividade ilícita consubstancia importante método para sua cessação, à vista da dissipação da relação de cumplicidade estabelecida entre tais infratores.

No âmbito do mercado de capitais, esse método merece ser

---

7 SØREIDE, Tina. Regulating corruption in international markets: Why governments introduce laws they fail to enforce. *Working Paper 2017/4*. Bergen: Norwegian School of Economics, p. 11. Disponível em: “www.nhh.no”. Acesso em: 25 nov. 2018.

relativizado, pois, em geral, os infratores operam isoladamente ou em pequenos grupos, que não chegam a formar uma teia de infratores.

Com relação ao ilícito concorrencial, ainda que haja grupos cartelizados para operação em larga escala, seu efeito no ambiente de negócios é setorial e, a princípio, não chega a comprometer o desenvolvimento da economia em sentido amplo, salvo em hipotéticas situações extremadas, em que haja a contaminação da cadeia de produção, inclusive em outros setores.

Portanto, especificamente nos domínios da anticorrupção, a leniência tem outra potencial vantagem, que é a redução efetiva da prática de corrupção, em razão dos riscos de delação daquele que celebra acordo. À medida que mais acordos de leniência são firmados, mais agentes públicos veem-se indiciados criminalmente pela prática de corrupção.

No médio e longo prazos, a tendência será a quebra da cadeia de “confiança” e de cumplicidade entre corruptos, com o consequente dismantelamento de redes de corrupção. O professor de economia da Universidade de Passau (Alemanha), Johann Graf Lambsdorff, comenta esses aspectos da seguinte forma:

Investigating criminal reciprocity has also widely inspired legal reform. Rather than deterring bribery by help of detection and punishment the idea is to seek methods for inhibiting corrupt reciprocity and rather encourage corrupt actors to cheat each other. Bribery differs from many other forms of crime in that it involves two perpetrators. It suffices for law enforcers to convince just one of the perpetrators to collaborate and self-report [...] Self-reporting combined with leniency should thus be a valuable tool to destabilise corrupt transactions.<sup>8</sup>

---

8 LAMBSDORFF, Johann Graf. Behavioural and institutional economics as an inspiration to anti-corruption. Some counterintuitive findings. In: HEYWOOD, Paul M. (Ed.). *Routledge handbook of political corruption*. New York: Routledge, 2015. p. 305.

A Lei Anticorrupção concentra a disciplina do acordo de leniência no art. 16, dispondo que “a autoridade máxima de cada órgão ou entidade pública” poderá celebrá-lo com as pessoas jurídicas responsáveis “que colaborem efetivamente com as investigações e o processo administrativo”, desde que dessa colaboração resulte a identificação dos demais envolvidos na infração, quando couber, e a obtenção de informações que demonstrem a prática do ilícito.

Aqui reside a principal dificuldade com relação ao acordo de leniência previsto na Lei Anticorrupção: indefinição da entidade pública que tem competência para firmá-lo, o que traz indesejável insegurança ao particular, porquanto não obstrui a imposição de sanções por outro órgão que se arvora competente para apreciar os mesmos fatos.

Nessa linha de raciocínio, a despeito do art. 16, § 10º, da Lei Anticorrupção indicar a CGU como órgão competente para celebrar os acordos de leniência no âmbito do Poder Executivo federal, o *caput* deixa margem para entidades da Administração Pública indireta exigirem novos acordos ou prosseguirem no processo administrativo destinado a apurar responsabilidade anticorrupção (“Processo Administrativo de Responsabilização” ou “PAR”, conforme os termos empregados pelo Decreto nº 8.420/2015).

Na esfera regulatória, o Decreto nº 8.420/2015 pouco acrescenta. Por sua vez, a Portaria Interministerial nº 2.278, de 15.12.2016 (“Regulamento Leniência Anticorrupção”) define os procedimentos para celebração do acordo de leniência de que trata a Lei Anticorrupção no âmbito da CGU e dispõe sobre a participação da Advocacia-Geral da União.

Assim, o Regulamento Leniência Anticorrupção propõe-se a estabelecer a participação articulada entre CGU e Advocacia-Geral da União, mas é insuficiente para vincular entes autônomos como o Ministério Público Federal e o Tribunal de Contas da União. Como se explica na Seção 3 deste artigo, a ausência de regras que vinculem os demais órgãos do Poder Público enfraquece o acordo de leniência,

pois não previne o empresário de sanções ou medidas restritivas relacionadas ao ilícito objeto do acordo.

A Medida Provisória nº 703, de 18.12.2015 – que teve seu prazo de vigência encerrado no dia 29.05.2016, por meio do Ato Declaratório do Presidente da Mesa do Congresso Nacional nº 27, de 30.05.2016 – propôs-se a mitigar o problema, contemplando a participação do Ministério Público Federal (de modo pouco esclarecedor) e o inusitado encaminhamento do acordo (após sua assinatura!) ao Tribunal de Contas, que poderia instaurar procedimento administrativo contra o particular “para apurar prejuízo ao erário”, quando entendesse que o valor constante do acordo fosse insuficiente para ressarcir o dano. Pior a emenda que o soneto, de tal modo que a exclusão da referida Medida Provisória do ordenamento brasileiro veio em boa hora.

A insegurança permanece e, sem dúvida, o acordo de leniência previsto na Lei Anticorrupção merece ampla revisão, para que alcance o sucesso daqueles celebrados no âmbito da Lei de Defesa da Concorrência pelo CADE.

Outro ponto que suscita aprimoramentos diz respeito à discricionariedade da autoridade para a celebração dos acordos, risco que é ressaltado inclusive na literatura estrangeira. Confira-se adiante trecho do artigo publicado por Jennifer Arlen, em que critica firmemente a ampla discricionariedade de que gozam as autoridades norte-americanas:

The pre-announced duties and rules may be implemented through negotiated settlements. But prosecutors must be given clear guidelines governing what enhancements should be imposed on firms that failed to self-report, failed to cooperate, or that adopted genuinely ineffective compliance programs.

A central deficiency in the U.S. approach is that the Department of Justice has not provided prosecutors with clear guidelines that lead to predict-

able resolutions that predicate the choice of criminal resolution on the quality of corporate policing. Instead, the DOJ grants prosecutors enormous discretion to decide whether to pursue a conviction or instead use a DPA or NPA. Prosecutors are told to make this decision based on a list of ten factors, but this list is not exclusive.

[...] As a result, a firm cannot predict with confidence how it will be treated by a prosecutor should it self-report misconduct because prosecutors have full discretion to decide which of the ten factors matters the most [...] As a result, the existing U.S. approach to adjusting corporate liability for effective policing does not provide the clear ex ante rewards for corporate policing needed to deter corporate misconduct effectively.<sup>9</sup>

Com efeito, a Lei Anticorrupção ou, ao menos, o Regulamento Leniência Anticorrupção deveria ter fixado critérios objetivos para a celebração do acordo, a fim de que se obtenha razoável redução de discricionariedade da autoridade na negociação, trazendo maior segurança e previsibilidade para aquele que busca a autodenúncia.

Adicionalmente, seria útil instituir, desde logo, mecanismos de controle externo da leniência. Essa é uma questão que vem sendo bastante debatida nos meios acadêmicos. Há quem mencione a cooperação com o Ministério Público, mas outros meios de controle externo podem ser pensados, desde que não burocratizem a celebração dos acordos. Nesse sentido, o controle *ex ante* funcionaria de modo objetivo, muito mais relacionado com o cumprimento de premissas estabelecidas em lei e a proporcionalidade entre a gravidade do ilícito e os benefícios obtidos pelo particular. O controle *ex post* seria in-

---

9 ARLEN, Jennifer. Corporate Criminal Enforcement in the United States: Using Negotiated Settlements to Turn Potential Corporate Criminals into Corporate Cops. *Public Law & Legal Theory Research Paper Series*, Working Paper nº 17-12. *Law & Economics Research Paper Series*, Working Paper nº 17-09. Nova Iorque: New York University School of Law, 2017, p. 14-15.

desejável, por permitir a reabertura de discussões e trazer dúvidas sobre a higidez da leniência, após sua formalização.

De toda forma, acordos de leniência firmados recentemente no Brasil, como o do Grupo Odebrecht, são indicativos da inclinação para efetiva disseminação da cultura anticorrupção da empresa no País. Evidentemente, há que se observar os próximos capítulos do movimento de saneamento das empresas envolvidas em escândalos de corrupção. Porém, o resultado das reestruturações de organizações empresárias subsequente a suas leniências poderá servir como referência para outras que venham a incorrer em semelhante problema, incentivando-as a implementar transformações destinadas à conformidade anticorrupção.

Por tudo que se disse, a criação de uma cultura de autodenúncia tende a influenciar positivamente o ambiente de negócios.

E essa tendência pode ser, indiretamente, benéfica para o mercado de capitais brasileiro, ainda que, como se disse, os ilícitos nele praticados usualmente não envolvam uma extensa rede de agentes. Nesse aspecto, vale observar que o termo de compromisso estabelecido no art. 11, §§ 5º e 6º, da Lei nº 6.385/76, embora cumpra papel relevante, é completamente distinto do modelo de autodenúncia de que trata o acordo de leniência, a começar pela desobrigação de confissão de culpa.

Portanto, criar uma cultura de autodenúncia mais efetiva, que inclua a indicação de culpados e o fornecimento de provas, colaborará para o saneamento das práticas de mercado e terá seu efeito potencializado se aliado ao monitoramento da gestão e à melhoria na estrutura de governança das companhias, fundos de investimento e demais agentes participantes do mercado, cujas relações seguirão na direção do aperfeiçoamento. Resumidamente, tais agentes vão procurar fiscalizar melhor sua própria estrutura, para que então possam se beneficiar da autodenúncia, antes mesmo de serem acusados de algum ilícito.<sup>10</sup>

---

10 Art. 11. [...] § 5º. A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportu-

### **3. A multileniência do empresário.**

O encerramento integral de um caso deve ser incentivo e interesse comum de autoridades e empresário.

Considere-se o seguinte problema: uma companhia que tenha incorrido em atos ilícitos, na verdade praticados por seus administradores ou prepostos. A companhia em questão pretende se apresentar às autoridades competentes, para colaborar, resolver questões pendentes e voltar à normalidade de sua atividade na maior brevidade possível, pois, em tese, precisa sobreviver em mercado naturalmente competitivo. O que fazer?

Como acima se introduziu, fatos contemporâneos figuram como verdadeiros calvários experimentados por companhias (em geral, são empresas de grande dimensão organizadas sob a forma de sociedade anônima), as quais têm na leniência o ponto de partida para a desejada renovação de suas práticas, como ocorrido em casos bem sucedidos de empresas transnacionais, valendo citar o Caso Siemens (2006)<sup>11</sup>.

---

tunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a: I — cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e II — corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. § 6º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada.

11 A Siemens é um conglomerado de companhias que conta com mais de 166 anos de existência, em torno de 350.000 colaboradores e aproximadamente 80 bilhões de receita anual, segundo dados divulgados por seu então Diretor de Compliance, Klaus Moosmayer, em palestra proferida na Academia Internacional Anticorrupção (Laxemburgo, Áustria), em 6 de julho de 2017. Em 15 de novembro de 2006 foi desencadeada a operação policial que compreendeu diversos mandados de prisão e busca e apreensão e diligências realizadas nos escritórios da companhia e na casa de executivos e empregados, sob alegação de prática de atos de corrupção (resumidamente, 4.238 pagamentos suspeitos e 332 projetos de legalidade questionável em todo o mundo). Sua leniência foi celebrada em 2008 com os órgãos competentes da Alemanha (Ministério Público de Munique) e dos Estados Unidos (Departamento de Justiça e a Comissão de Valores Mobiliários), contemplando o pagamento de penas de aproximadamente 2 bilhões.

Esse é o mais importante ponto deste artigo, que diz respeito exatamente ao seguinte: quem celebra acordo de leniência não procura resolver o problema parcialmente. Aquele que se submete a uma leniência, quer se ver livre de qualquer contingência, acusação, qualquer situação desfavorável resultante daquele ilícito que foi identificado.

Portanto, subsiste o interesse inequívoco de pôr fim irrestrito ao caso. E, para a administração pública, deve haver convergência nesse propósito, porquanto lhe possibilita reter energias (recursos pessoais e materiais) e alocá-las em outras funções.

Com efeito, pode-se examinar o problema sob dois pontos de vista, que se complementam: (i) a infração de norma de conduta estabelecida em diferentes esferas jurídicas (mercado de capitais, defesa da concorrência e sistema anticorrupção); (ii) desvirtuamento no funcionamento de certos órgãos do Poder Público, como o Ministério Público, que tem avocado o poder para celebrar acordos de leniência anticorrupção, diversamente da norma expressa na Lei Anticorrupção, além do Tribunal de Contas da União, que tem se recusado a excluir a sanção de inidoneidade do empresário leniente, impedindo-o de contratar com a Administração Pública.

Logo, inicie-se com aquele primeiro ponto de vista, por meio do exame do seguinte caso: em determinada licitação para a contratação de obra pública de grande dimensão (ex., construção de uma ponte), a “Companhia Aberta A” participa em conjunto com dois outros licitantes. Essas companhias combinam preços para fraudar a licitação e o Diretor de uma delas é destacado para fazer esses ajustes com o agente público, inclusive com a realização de mudanças no edital, previamente à publicação, acertando condições relevantes em relação a prazo, objeto e preço.

Considere-se “D” como o dia da divulgação do resultado da licitação pela Administração Pública. As cartas são finalmente marcadas pelos licitantes e agente público em “D – 6 dias”. Em “D – 5 dias”, o Diretor da “Companhia Aberta A” entra em conluio com outras pes-

soas, seus laranjas, para comprar, em bolsa de valores, ações de sua emissão em “D – 4 dias”. O resultado da licitação é publicado em “D” e, neste dia, a “Companhia Aberta A” divulga aviso de fato relevante ao mercado. Naturalmente, a cotação de suas ações sobe significativamente. Então, configura-se um ilícito antitruste, um ato de corrupção de agente público pela “Companhia Aberta A” e, ainda, o ilícito de *insider trading* pelo Diretor e seus compartes.

Vale dizer que essa atividade ilícita é passível de sanção por diversas autoridades administrativas, embora o direito sancionador observe o princípio da vedação ao *bis in idem*. Deve-se considerar, ademais, a tipificação das condutas como crime, dado seu grau de reprovabilidade, atraindo a competência do Ministério Público para sua investigação e eventual propositura de ação penal.

Esse é o cenário a ser solucionado via acordo de leniência. Como fazer?

A complexidade da conjuntura pode ser agravada pelo desalinhamento entre autoridades estatais. E, nesse passo, ingressa-se no segundo ponto de vista, acima ressaltado.

Veja-se que CGU, Ministério Público Federal e Tribunal de Contas da União parecem não se entender a respeito de suas competências e de suas relações institucionais.

Artigos foram publicados, recentemente, mencionando a “esquizofrenia” do Poder Público: um órgão decide de uma maneira e outro órgão decide contrariamente ao primeiro. E o empresário que celebra um acordo de leniência acaba tendo que buscar outros acordos, a fim de não permanecer sujeito a determinadas sanções, inclusive a declaração de inidoneidade, que muito onera as companhias que contratam com a Administração Pública, por motivos óbvios.<sup>12</sup>

---

12 LIMA, Carlos Fernando dos Santos; e POZZOBON, Roberson Henrique. Um Estado esquizofrênico? *Jornal O Globo*. Rio de Janeiro, 21 abr. 2017. País, p. 7.

Algumas questões merecem ser pensadas. Como afirmado nas notas introdutórias deste artigo, a Lei Anticorrupção não prevê competência do Ministério Público Federal e do Tribunal de Contas da União para participar da celebração do acordo de leniência e muito menos autoridade para “homologá-lo”.

Logo, a ação do Ministério Público nada tem de sancionadora e sua posição está restrita à esfera criminal e à eventual propositura de ação de improbidade, cabendo ressaltar que os acordos de colaboração premiada (Lei nº 12.850/13) são absolutamente distintos do acordo de leniência. São regulados por lei própria e com outras finalidades.

Não obstante, em 01.09.2016, a CGU divulgou nota oficial criticando severamente a posição do Ministério Público Federal, de não “homologar” o acordo firmado no caso “SBM”, nos seguintes termos:

Ciente da decisão unânime da 5ª Câmara de Coordenação e Revisão do Ministério Público Federal de não homologar a decisão do Procurador que subscreveu, em nome do Ministério Público Federal, o acordo de leniência com a SBM, o Ministério da Transparência esclarece o quanto se segue.

O Ministério da Transparência, Fiscalização e Controle celebrou, em 15 de julho de 2016, com a SBM Offshore, o Ministério Público Federal, a Advocacia-Geral da União e a Petrobras, Acordo de Leniência sobre os fatos relacionados à atuação do principal agente da SBM no Brasil durante o período compreendido entre 1996 – 2012 e todas as investigações deles decorrentes.

Para a integral vigência do acordo, conforme previsto em cláusula específica, o Ministério Público Federal submeteu o texto à apreciação da 5ª Câmara de Coordenação e Revisão do Ministério Público Federal, que, na data de hoje, se pronunciou e determinou a distribuição do acordo a outro Procurador da República para sua readequação ou prosseguimento das investigações.

O Ministério da Transparência reconhece a inequívoca competência do Ministério Público em rever os termos no acordo de leniência no âmbito de suas competências, seja com base no seu poder de investigação criminal, na Lei de Improbidade, na Lei de Organização Criminosa, na Lei da Ação Civil Pública e outros normativos jurídicos.

Na mesma linha de entendimento, o Ministério também reconhece as competências constitucionais do Tribunal de Contas da União, tendo disponibilizado total acesso aos autos, com vista ao integral acompanhamento dos procedimentos adotados. Neste momento, equipes do TCU encontram-se no MTFC realizando análise de procedimentos de Acordo de Leniência, um deles inclusive, o da SBM.

Mesmo considerando a independência de instâncias e suas respectivas competências, o Ministério esclarece e enfatiza:

O procedimento do Acordo de Leniência por parte do MTFC observou integralmente os requisitos da Lei Anticorrupção. A SBM já disponibilizou 1 terabyte de informações, onde foi possível identificar outras pessoas envolvidas na infração. Mas essas informações somente poderão ser utilizadas se efetivado o Acordo.

O programa de compliance da empresa foi analisado pelo MTFC e a implementação de recomendações expedidas será monitorada pelo Ministério, como exigência do cumprimento do Acordo.

O Acordo com a SBM se restringe aos fatos e provas reconhecidos e documentados no processo de investigação. Por essa razão, não há quitação integral de eventual dano.

Há cláusulas contratuais que preveem expressamente que a descoberta de novos fatos e documentos não abrangidos pelo Acordo implicaria

numa nova investigação e eventual punição e cobrança de prejuízos causados.

Há também cláusulas que listam os contratos que não são objetos do Acordo e que poderão ser re-  
vistos/investigados a qualquer tempo.

Portanto está claro que o Acordo de Leniência não deu quitação total do dano e que houve efetiva colaboração da SBM.

Por outro lado, a não efetivação do Acordo de Leniência acarretará o prosseguimento do processo administrativo de responsabilização no âmbito deste Ministério, que poderá resultar na declaração de inidoneidade da SBM. E, uma das consequências, conforme avaliação da própria Petrobras, seria a rescisão dos contratos celebrados com aquela Estatal.

Esse cenário levará, segundo estudo técnico aprovado pelo Conselho de Administração da Petrobras, à perda da produção de óleo e gás na ordem de 15% entre os anos de 2016 e 2020. O prejuízo avaliado é de no mínimo US\$ 12,66 bilhões, sem considerar reflexo no preço final do combustível ao consumidor, nem o impacto para a União sobre a receita tributária, em função dessa perda de produção.

Por fim, com a não aprovação do acordo, a Petrobras deixará de receber valor superior a R\$ 1 bilhão pactuado no Acordo.<sup>13</sup>

O protagonismo do Ministério Público Federal relativamente à negociação e celebração de acordos de leniência foi finalmente enfrentada pelo Poder Judiciário. Comente-se a decisão proferida pelo Tribunal Regional Federal da 4ª Região (“TRF-4”), segundo o qual o

---

13 CONTROLADORIA-GERAL DA UNIÃO. *Nota à Imprensa – Acordo de Leniência com a SBM Offshore*. Brasília, 1 set. 2016. Disponível em: “<http://www.cgu.gov.br/noticias/2016/09/nota-a-imprensa-acordo-de-leniencia-com-a-sbm-offshore>”. Acesso em: 20 nov. 2018.

acordo de leniência celebrado no âmbito da Operação Lava Jato, pelo Ministério Público Federal, não vincula a CGU:

DIREITO ADMINISTRATIVO. AGRAVO DE INSTRUMENTO. AÇÃO DE IMPROBIDADE ADMINISTRATIVA. LEI DE IMPROBIDADE ADMINISTRATIVA. LEI ANTICORRUPÇÃO. MICROSSISTEMA. ACORDO DE LENIÊNCIA. VÍCIO DE COMPETÊNCIA. INDISPONIBILIDADE DE BENS. DETERMINADA.

1. A Lei nº 12.846/2013, denominada Lei Anticorrupção (LAC) estatuiu sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas de natureza privada pela prática de atos contrários aos interesses do Poder Público e sua administração, tanto nacionais quanto estrangeiras.

2. O Acordo de Leniência pressupõe como condição de sua admissibilidade que a pessoa jurídica interessada em fazê-lo manifeste prima facie sua disposição, reconhecendo expressamente a prática do ato lesivo, cessando-o e prestando cooperação com as investigações, além de reparar integralmente o dano causado.

3. O Acordo de Leniência é uma espécie de colaboração premiada em que há abrandamento ou até exclusão de penas, em face da colaboração na apuração das infrações e atos de corrupção, justamente para viabilizar maior celeridade e extensão na quantificação do montante devido pelo infrator, vis-a-vis a lesão a que deu causa, ao tempo em que cria mecanismos de responsabilização de coparticipantes, cúmplices normalmente impermeáveis aos sistemas clássicos de investigação e, por isso, ocultos. Esse o objetivo da norma e sua razão de ser, tendo por pano de fundo, obviamente, o inafastável interesse público.

4. Enquanto a Lei de Improbidade Administrativa (LIA) busca, primordialmente, punir o agente público ímprobo, alcançando, eventualmente, o particular, a Lei Anticorrupção (LAC) tem por objetivo punir a pessoa jurídica envolvida em práticas corruptas, podendo também, em sentido inverso, identificar agentes públicos coniventes, levando-

os, por consequência, para o campo de incidência da LIA.

5. Não há antinomia ab-rogante entre os artigos 1º e 2º da Lei nº 8.249/1992 e o artigo 1º da Lei nº 12.846/2013, pois, naquela, justamente o legislador pátrio objetivou responsabilizar subjetivamente o agente ímprobo, e nesta, o mens legislatoris foi a responsabilização objetiva da pessoa jurídica envolvida nos atos de corrupção.

6. No entanto, há que se buscar, pela interpretação sistemática dos diplomas legais no microsistema em que inserido, como demonstrado, além de unicidade e coerência, atualidade, ou seja, adequação interpretativa à dinâmica própria do direito, à luz de sua própria evolução.

7. Por isso, na hipótese de o Poder Público não dispor de elementos que permitam comprovar a responsabilidade da pessoa jurídica por atos de corrupção, o interesse público conduzirá à negociação de acordo de leniência objetivando obter informações sobre a autoria e a materialidade dos atos investigados, permitindo que o Estado prossiga exercendo legitimamente sua pretensão punitiva.

8. Nem seria coerente que o mesmo sistema jurídico admita, de um lado, a transação na LAC e a impeça, de outro, na LIA, até porque atos de corrupção são, em regra, mais gravosos que determinados atos de improbidade administrativa, como por exemplo, aqueles que atentem contra princípios, sem lesão ao erário ou enriquecimento ilícito.

9. Esse o contexto que levou o legislador a prestigiar o acordo de leniência tal como hoje consagrado em lei, quando abrandou ou excluiu sanções à pessoa jurídica que, em troca de auxílio no combate à corrupção, colabora com as investigações e adota programas de compliance e não reincidência na prática de atos corruptivos, desde que confirmada a validade do acordo de leniência.

10. A autoridade competente para firmar o acordo de leniência, no âmbito do Poder Executivo Federal é a Controladoria Geral da União (CGU).

11. Não há impedimentos para que haja a participação de outros órgãos da administração pública federal no acordo de leniência como a Advocacia Geral da União, o Ministério Público Federal e o Tribunal de Contas da União, havendo, portanto, a necessidade de uma atuação harmônica e cooperativa desses referidos entes públicos.

12. O acordo de leniência firmado pelo Grupo Odebrecht no âmbito administrativo necessita ser rratificado pelo ente competente, com participação dos demais entes, levando-se em conta o ressarcimento ao erário e a multa, sob pena de não ensejar efeitos jurídicos válidos.

13. Enquanto não houver a rratificação do acordo de leniência, a empresa deverá permanecer na ação de improbidade, persistindo o interesse no bloqueio dos bens, não porque o MP não pode transacionar sobre as penas, mas porque o referido acordo possui vícios que precisam ser sanados para que resulte íntegra sua validade, gerando os efeitos previstos naquele ato negocial.

14. Provido o agravo de instrumento para determinar a indisponibilidade de bens das empresas pertencentes ao Grupo Odebrecht.<sup>14</sup>

Casos recorrentes deram mostra da ineficiência da celebração de acordos de leniência pelo Ministério Público Federal, porquanto não impediram a aplicação de outras sanções pela Administração Pública. Na referida decisão do TRF-4, a questão foi tratada com muita especificidade e reafirmou-se a competência da CGU para formalizar acordos de leniência. E, enquanto não houvesse sua rratificação, os bens da companhia deveriam continuar indisponíveis.

Com efeito, o Grupo Odebrecht viu-se obrigado a reinstaurar a negociação com os órgãos competentes na esfera do Poder Executivo Federal, vindo a firmar, em 2018, novo acordo de leniência com

---

14 BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região – TRF4. 3ª Turma. Agravo de instrumento nº 5023972-66.2017.4.04.0000/PR. Relatora Des. Federal Vânia Hack de Almeida. Julgado em 22 ago. 2017.

CGU e AGU, por meio do qual se obrigou a desembolsar o montante de R\$ 2.727.239.997,64.<sup>15</sup>

Foi estabelecido, na leniência celebrada entre o Grupo Odebrecht e a CGU, que o referido valor será abatido daquele constante do acordo firmado com o Ministério Público Federal e autoridades americanas e suíças em dezembro de 2016.

Outra questão, de similar seriedade, tem origem na resistência do TCU em seguir a leniência firmada pela CGU. Para o empresário o efeito é desastroso, pois perde-se a referência de interlocução e não mais se sabe com quem ele pode negociar.

Na prática, o TCU decidiu que não estaria vinculado a quaisquer acordos. Um caso bastante impactante foi o da Eletronuclear, em que o TCU menciona que os acordos de leniência podem ser considerados como elementos atenuantes e não haveria qualquer óbice jurídico para o TCU, no exercício da competência constitucional, aplicar à companhia fraudadora a sanção de idoneidade. Vale conferir a ementa do acórdão:

[...] Portanto, os acordos de leniência, de colaboração premiada e termo de cessação de conduta podem ser considerados pelo TCU como elementos atenuantes [...] Dessa forma, não há como a CCCC alegar que esperava por um benefício não previsto em Lei e, por isto mesmo, não previsto nos Acordos de Leniência firmados com o CADE e com o MPF. Muito menos alegar que a expectativa de ser anistiada pelo TCU por fraude à licitação foi um fator decisivo para que a empresa fornecesse todas as informações, pois não há previsão legal para tal anistia. Não é razoável que uma empresa do porte e da experiência da CCCC, além de bem assessorada juridicamente, não considerasse a

---

15 O texto do acordo, com poucos trechos suprimidos, encontra-se disponível para consulta no sítio da CGU na internet. Disponível em: “<https://www.cgu.gov.br/assuntos/responsabilizacao-de-empresas/lei-anticorruptcao/acordo-leniencia/acordos-firmados/odebrecht.pdf>”. Acesso em: 23 nov. 2018.

possibilidade de sanção pelo TCU na sua ponderação de viabilidade do acordo [...] Portanto não há óbices jurídicos quanto à atuação do TCU para, cumprindo sua competência constitucional, aplicar à empresa fraudadora a sanção de inidoneidade.<sup>16</sup>

Reflita-se sobre a iniquidade das circunstâncias em que o empresário empenha seus esforços na negociação do acordo, finalmente o celebra, paga a respectiva multa e, subseqüentemente, continua sofrendo a sanção de inidoneidade por força de uma decisão do TCU.

Não por acaso, o Supremo Tribunal Federal interveio, por meio de decisão monocrática proferida pelo Ministro Gilmar Mendes, para impedir a decretação de inidoneidade da Andrade Gutierrez. Tratava-se de caso apreciado pelo TCU que envolvia várias construtoras. Tramitou perante o STF em segredo de justiça, motivo pelo qual o inteiro teor daquela decisão não está disponível para consulta.<sup>17</sup>

Outro acórdão do TCU, bem recente, diz que os acordos de leniência não podem afastar o Tribunal do exercício das suas funções, além do fato de a corrupção não eximir a pessoa jurídica de reparar o dano. Nessas bases, decretou cautelarmente a indisponibilidade de bens da Andrade Gutierrez, como se vê das palavras a seguir reproduzidas:

[...] Por outro lado, os acordos de leniência e outras formas de colaboração não podem afastar o Tribunal do exercício de suas funções. Com efeito, ainda que possamos – e devemos – levar em con-

---

16 BRASIL. Tribunal de Contas da União. Processo TC 016.991/2015-0. Relator Min. Bruno Dantas. Julgado em: 22 mar. 2017.

17 BRASIL. Supremo Tribunal Federal. MS 35.435 MC/DF. Decisão monocrática do Ministro Gilmar Mendes, de 14 mar. 2018, para impedir a decretação de inidoneidade da Andrade Gutierrez no âmbito do Processo TC 016.991/2015-0.

sideração essas louváveis iniciativas ao tomarmos nossas decisões, esta Corte não pode se furtar de cumprir seu papel constitucional de buscar o ressarcimento do dano sofrido pelos cofres públicos. Relembro que a Lei 12.846/2013 (Lei Anticorrupção), que instituiu a figura do acordo de leniência, não exime a pessoa jurídica da obrigação de reparar integralmente o dano causado, consoante o teor do seu art. 16, § 3º [...] medidas [...] decretar cautelarmente a indisponibilidade dos bens da empresa Andrade Gutierrez Engenharia S.A., no limite de R\$ 508.341.306,30;<sup>18</sup>

Diante desse quadro confuso, a ponderação que se deve fazer é no sentido de que se inicia novo ciclo em relação à leniência, mais especificamente aquela respeitante ao mercado de capitais, por meio do acordo de supervisão negociável com a CVM.

Nesse sentido, é fundamental que se busque o mínimo de articulação, cooperação entre a CVM, o Ministério Público e outros órgãos da Administração Pública com competência para firmar acordos de leniência, uma vez que o interesse deve ser na linha de resolver por completo o caso, incluindo-se quaisquer desdobramentos.

Algumas medidas foram tomadas, cabendo citar o Memorando de Entendimentos, firmado em 15.03.2016 entre o CADE e o Ministério Público Federal, embora a cooperação, ainda que vinculada ao memorando, seja muito tímida e vise à comunicação entre os órgãos. A pessoa física ou jurídica poderia procurar o Ministério Público Federal para celebração de um acordo de colaboração premiada e as garantias seriam, para o particular, que a negociação frustrada perante qualquer das instituições não seria considerada confissão.

A Lei nº 13.506/2017 ressalva expressamente as funções do Ministério Público Federal e impõe a cooperação informacional entre

---

18 BRASIL. Tribunal de Contas da União. Processo TC 002.651/2015-7. Relator Min. Bruno Dantas. Julgado em: 25 abr. 2018.

esses órgãos. A Medida Provisória nº 784, que inicialmente tratou desse tema, não contemplava essa redação de ressalva com relação às funções do Ministério Público Federal, fato que foi muito criticado pelo próprio Ministério Público. A Medida Provisória perdeu a vigência e foi criado um novo projeto de lei, que apresentou essa redação com as ressalvas com relação às funções do Ministério Público e a cooperação técnica.

Na área anticorrupção, a Portaria Interministerial nº 2.278, de 15.12.2016, prevê um acordo de cooperação entre CGU e AGU. Após a recusa do Ministério Público Federal de homologar aquele acordo de leniência firmado com a SBM, a AGU, em conjunto com a CGU, firmou um novo acordo de leniência, em novembro de 2017, que veio a ser aprovado pelo TCU.

Em 16.04.2018, CGU, AGU e Ministério Público Federal celebraram acordo de leniência em conjunto, no valor de R\$ 53,1 milhões (multa, ressarcimento por danos aos cofres públicos e devolução de lucros) com as agências de publicidade MullenLowe Brasil e FCB Brasil, com base na Lei Anticorrupção.

O caso relaciona-se com contratos ilícitos celebrados com a Caixa Econômica Federal, Ministério da Saúde e Petrobras. Nesse acordo, o Ministério Público interveio e não figurou como contraparte. Há aqui relevante evolução: o Ministério Público não deve ser contraparte no acordo e apenas participou como interveniente para ratificar tudo aquilo que foi ajustado. As organizações empresárias adotaram programa de integridade e se sujeitaram ao monitoramento por dois anos. Ademais, não foram concedidas quitações de débitos às empresas lenientes, o que parece ser uma medida para atender as exigências do TCU.

Atualmente, TCU e outros órgãos como CGU, CADE, AGU, BACEN estão empreendendo esforços no sentido de formalizar um acordo de cooperação.

Em acórdão recentemente proferido, o TCU faz menção a es-

ses esforços, o que funciona como indicador de que o próprio TCU está desconfortável em não confirmar os termos dos acordos de leniência.<sup>19</sup> Sabe-se que o TCU está empenhado em rever a instrução normativa que trata dos efeitos do acordo de leniência e de sua prerrogativa de fiscalização.<sup>20</sup>

Por fim, não se pode deixar de mencionar os riscos para o particular de confessar além do necessário. Algumas dificuldades ainda são enfrentadas por uma sociedade que possui uma cultura de punição, sem o mesmo nível de pragmatismo de outras sociedades desenvolvidas. Para alguns, a leniência pode ser vista como uma compra de um tratamento benéfico, de um privilégio, por conta de uma questão cultural.

Haveria casos inegociáveis, com referência aos quais não se cogita a celebração de uma leniência? Outro problema diz respeito ao estabelecimento de parâmetros de confiança entre as partes. Nesse ponto, é importante lembrar que não se está diante de uma negociação privada e, portanto, deve ser aprofundado o papel do princípio da confiança entre autoridade pública e o particular, para que as “trincheiras” sejam mitigadas. São questões que não são novas e estão presentes em diversos estudos sobre acordos de leniência. Desafios que igualmente devem ser enfrentados nos acordos de supervisão que podem vir a ser celebrados com a CVM.

---

19 Confira-se trecho do acórdão: “[...] recomendar ao comitê, criado consoante Comunicação da Presidência de 12/7/2017, com o objetivo de viabilizar os acordos de leniência firmados no âmbito da União, que avalie a conveniência de elaborar norma interna específica para potencializar as formas de cooperação dos jurisdicionados para o deslinde efetivo e tempestivo dos processos relevantes em curso no Tribunal de Contas, estabelecendo normas e critérios minimamente objetivos, inclusive quanto às possíveis sanções premiais, conjugando, sobretudo, a segurança jurídica e o interesse público” (BRASIL. Tribunal de Contas da União. Processo TC 002.651/2015-7. Relator Min. Bruno Dantas. Julgado em: 25 abr. 2018).

20 Instrução Normativa nº 74/2015, que dispõe sobre a fiscalização do Tribunal de Contas da União quanto à organização do processo de celebração de acordo de leniência pela administração pública federal, nos termos da Lei nº 12.846.

## **Conclusão.**

Por tudo que se disse, podem ser inferidas as seguintes conclusões:

(i) a despeito da organização empresária incorrer em reprovável conduta ilegal, há espaço para a adoção de importante ferramenta de adequação a padrões de conformidade anticorrupção, concorrencial etc. E o acordo de leniência ocupa com protagonismo dito espaço, servindo como relevantíssimo instrumento de readequação da organização empresária;

(ii) sob a perspectiva do empresário, uma das principais funções da leniência consiste na busca pelo restabelecimento do curso ordinário dos negócios, inclusive para que a entidade empresária volte a contratar com a Administração Pública, seja por meio de participação em licitações, seja pelo acesso a linhas de crédito de bancos oficiais;

(iii) sob o ponto de vista da autoridade pública, a leniência é tratada como instrumento investigativo, de tal sorte que sua utilidade está ligada à ausência (ou insuficiência) de informações sobre o ato ilícito e a redução de custos para sua obtenção;

(iv) no cenário atual, há pelo menos 3 (três) categorias de acordos de leniência segundo um viés setorial: (a) o acordo antitruste, (b) o acordo anticorrupção, que vem sendo intensamente discutido, enfrentando problemas de diversas naturezas e, mais recentemente, (c) o acordo para a defesa dos interesses do mercado de capitais e do sistema financeiro nacional;

(v) a criação de uma cultura de autodenúncia tende a influenciar positivamente o ambiente de negócios;

(vi) criar uma cultura de autodenúncia mais efetiva, que inclua a indicação de culpados e o fornecimento de provas, colaborará para o saneamento das práticas de mercado e terá seu efeito potencializado se aliado ao monitoramento da gestão e à melhoria na estrutura de

governança das companhias, fundos de investimento e demais agentes participantes do mercado, cujas relações seguirão na direção do aperfeiçoamento;

(vii) quem celebra acordo de leniência não procura resolver o problema parcialmente. Aquele que se submete a uma leniência, quer se ver livre de qualquer contingência, acusação, qualquer situação desfavorável resultante daquele ilícito que foi identificado;

(viii) pode-se examinar o problema sob dois pontos de vista, que se complementam: (a) a infração de norma de conduta estabelecida em diferentes esferas jurídicas (mercado de capitais, defesa da concorrência e sistema anticorrupção); (b) desvirtuamento no funcionamento de certos órgãos do Poder Público, como o Ministério Público, que tem avocado o poder para celebrar acordos de leniência anticorrupção, diversamente da norma expressa na Lei Anticorrupção, além do Tribunal de Contas da União, que tem se recusado a excluir a sanção de inidoneidade do empresário leniente, impedindo-o de contratar com a Administração Pública;

(ix) novo ciclo se inicia em relação à leniência, mais especificamente aquela respeitante ao mercado de capitais, por meio do acordo de supervisão negociável com a CVM;

(x) nesse sentido, é fundamental que se busque o mínimo de articulação, cooperação entre a CVM, o Ministério Público e outros órgãos da Administração Pública com competência para firmar acordos de leniência, uma vez que o interesse deve ser no sentido de resolver por completo o caso, incluindo-se quaisquer desdobramentos;

(xi) está-se diante da aqui conceituada multileniência do empresário, a envolver a ampla cooperação entre órgãos sancionadores, Ministério Público e TCU, cuja convergência institucional constitui o desafio a ser enfrentado e solucionado.



# **INCREASED COMPETITION BETWEEN STOCK EXCHANGES AND THEIR CURRENT ROLE IN CORPORATE GOVERNANCE<sup>1</sup>**

## **O AUMENTO DA COMPETIÇÃO ENTRE AS BOLSAS DE VALORES E O SEU ATUAL PAPEL NA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

*Mariana Campinho*

*Abstract:* This paper theoretically aims to discuss (1) to what extent do stock exchanges substantially interfere in corporate governance; (2) whether the increase in competition between stock exchanges due to technological advances, globalization and their demutualization will undermine their ability to substantially interfere in corporate governance; and (3) what is the best possible way to surmount the increased competition between stock exchanges. In order to address these questions, this paper is divided into three parts. Part I describes how stock exchanges have been influencing corporate governance over the years. Part II identifies the existence of an increased international competition between stock exchanges and addresses whether and how this affects the role they have been playing in corporate governance. Part II.A addresses the “race towards the top” theory. Part II.B addresses the “race towards the bottom” explanation. Part II.C presents our opinion that the increased competition between stock exchanges will produce neither a race towards the top nor a race towards the bottom, but rather it will amount to a point

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 01.12.2018 e aceito em 13.12.2018.

in-between these races. Due to the different issuers' and investors' preferences, there is a trade-off between increasing and decreasing corporate governance standards. Therefore, stock exchanges may follow two different paths in order to overcome the effects of the increased competition: either try to find the optimum corporate governance standards balance or develop listing segments with different levels of corporate governance standards to attract companies with different profiles. We hold the latter is the most appropriate one. Finally, Part III presents our conclusion.

*Keywords:* Stock Exchanges. Corporate Governance. Competition. Race towards the top. Race towards the bottom.

*Resumo:* Esse artigo tem por objetivo examinar (1) até que ponto as bolsas de valores interferem substancialmente na governança corporativa; (2) se o aumento da competição entre as bolsas de valores decorrente de avanços tecnológicos, globalização e desmutualização prejudicará a sua capacidade de interferir na governança corporativa; e (3) qual é a melhor solução para superação dos efeitos do aumento da concorrência entre as bolsas de valores. A fim de enfrentar essas questões, esse artigo se divide em três partes. Parte I descreve como as bolsas de valores têm influenciado a governança corporativa ao longo dos anos. Parte II identifica a existência do aumento da concorrência internacional entre as bolsas de valores e aborda se e como isso afeta o papel que as bolsas de valores vinham desempenhando na governança corporativa. Parte II.A apresenta a teoria da “corrida em direção ao topo”. Parte II.B expõe a teoria da “corrida em direção ao fundo”. Parte II.C expõe a nossa opinião de que a intensificada competição entre as bolsas de valores não produzirá uma corrida em direção ao topo nem uma corrida em direção ao fundo, mas sim levará ao meio termo. Devido às diferentes preferências de investidores e companhias emissoras, há um equilíbrio entre o endurecimento e o enfraquecimento do nível de governança corporativa. Portanto, para superar os efeitos da intensificação da concorrência, dois diferentes caminhos poderão ser seguidos pelas bolsas

de valores: encontrar o equilíbrio ideal no que se refere ao nível de governança corporativa ou desenvolver listagens de diferentes níveis de governança corporativa para atrair companhias com diferentes perfis. Sustentamos que a segunda proposta é a mais adequada. Por fim, Parte III apresenta a nossa conclusão.

*Palavras-chave:* Bolsa de Valores. Governança Corporativa. Competição. Corrida em direção ao topo. Corrida em direção ao fundo.

*Table of Contents:* Introduction. I. Stock exchanges historical role in corporate governance: how stock exchanges have been influencing corporate governance over the years? II. Effects of the increased competition between stock exchanges on the role they play in corporate governance. II.A. Race towards the top. II.B. Race towards the bottom. II.C. A place in-between the “race towards the top” and the “race towards the bottom”. III. Conclusion.

## **Introduction.**

This paper addresses the challenging question of to what extent do stock exchanges substantially interfere in corporate governance and until when they will be doing so. The study of corporate governance, i.e. the study of how corporations are structured and managed, matters because it affects firm value and firm’s performance, which affects the market and society’s welfare as a whole.

Stock exchanges have been playing a noteworthy role in establishing rules and standards in order to enhance corporate governance. By developing requirements that must be met by their listed companies, stock exchanges can effectively govern aspects of com-

panies' internal affairs. Nonetheless, we should inquire whether the increase in competition among stock exchanges due to technological advances, globalization and their demutualization will undermine their ability to substantially interfere in corporate governance. Thus, whether stock exchanges' influence on corporate governance will soon come to an end and what is the best possible way to surmount the increased competition between stock exchanges are the relevant questions this paper theoretically aims to discuss.

This paper first describes how stock exchanges have been interfering in corporate governance over the years. In order to do that, it examines stock listing requirements as well as other governance incentives created by stocks exchanges by addressing concrete examples of it. It presents how the New York Stock Exchange, Inc. (NYSE), the American Stock Exchange (AMEX) and the Nasdaq Stock Market LLC (Nasdaq) have been dealing in their listing requirements with the issues of requirements for independent directors, audit committee procedures, one share, one vote rule, proxy solicitation requirement, disclosure rules etc. Moreover, it addresses the adoption of a premium corporate governance listing known as "Novo Mercado" by the Brazilian stock exchange, another possible stock exchanges mechanism to enhance corporate governance. Thus, the first part of the paper shows that stock exchanges do influence the development of corporate governance by establishing a set of corporate governance rules and standards that must be followed by their listed companies.

Subsequently, the paper sheds light on the competition between stock exchanges that have substantially increased since the early 1990s and expanded to an international level due to advances in technology, globalization and stock exchange demutualization. We discuss whether this increased competition will affect the relevant role stock exchanges have been playing in enhancing corporate governance. In order to do that, we analyze whether the competition between stock exchanges will lead to a "race towards the top", to a "race towards the bottom" or to somewhere in-between.

A “race towards the top” would be established if the competition among stock exchanges resulted in the adoption of higher and more restrictive corporate governance standards. In order to illustrate that competition may favor the adoption of higher corporate governance standards by stock exchanges, the paper describes the Brazilian stock exchange attempt to increase their corporate governance standards by creating a new listing segment called “Novo Mercado”, providing stronger shareholders’ rights and higher disclosure requirements, due to increased competition with the U.S. capital market in the 1990s, a period when there was an expressive migration of Brazilian firms to the U.S. stock market.

Conversely, a “race towards the bottom” would be generated if competition between stock exchanges led to a decrease in the level of transparency and corporate governance as a whole. As examples of this, the paper (i) analyzes the evolution of the dual-class structure in the U.S. from the stock exchange perspective, in which NYSE modified its longstanding one share, one vote rule in order to allow dual-class recapitalizations in a response to competitive pressure from Nasdaq and AMEX, and (ii) briefly discusses the case of the Alibaba Group Holding Ltd. (Alibaba) group’s IPO, in which they decided to list themselves on the NYSE in 2014 instead of on the Hong Kong or Shanghai exchanges since they wanted to consolidate control in the hands of their founders and Hong Kong and Shanghai exchanges did not allow dual-class structure.

Nonetheless, we uphold that the increased competition between stock exchanges will produce neither of these effects (a race towards the top nor a race towards the bottom). In fact, this paper shows that when it comes to attracting different types of issuers and investors, there is a trade-off between increasing and decreasing corporate governance standards. When a stock exchange decides to increase their corporate governance standards listing requirements, it will be losing a significant number of possible listed companies (especially companies with concentrated ownership), whereas when it decides to decrease its corporate governance standards listing re-

quirement, it will be losing the majority of the investors and other potential listed companies (especially companies with dispersed ownership). Therefore, we hold that the increased competition will neither cause an exclusive race to the top nor an exclusive race to the bottom.

Indeed, in order to overcome the increased (and international) competition, stock exchanges will try to either (i) find the optimum balance between divergent investors' and issuers' interests that will cover the biggest market share and use this balance when setting up their corporate governance listing requirements or (ii) increase consumers' possible options by offering a range of different lists with distinct levels of corporate governance standards to attract companies with different profiles.

We hold that the second path would be the most appropriate one. Firstly, instead of offering only one list with one possible corporate governance arrangement that was considered to be the optimum one in terms of getting the biggest possible market share, the second path will attract the highest number of potential listed companies covering all possible market shares by offering different lists. Secondly, providing a range of different lists with distinct levels of corporate governance standards will also increase liquidity, since it will attract many types of investors with different preferences and characteristics. Finally, this path is in line with the idea that corporate governance should be firm-specific, i.e., that companies should be free to tailor their corporate governance structure according to their own particularities (e.g. industry, life-time-cycle, ownership structure, business strategy, personal characteristics of controlling shareholders and investors etc.). We believe that determining the same corporate governance arrangement for all companies is harmful to many of them – corporate governance arrangements should be set at each company's discretion<sup>2</sup>.

---

2 Considering the existence of a *minimum* state or federal regulation to set *minimum* socially acceptable parameters when and where there is a specific market failure. The need and the

We conclude by addressing that the increased competition among stock exchanges around the world is affecting the way they have been dealing with corporate governance standards. However, this competition will neither undermine their willingness to set effective corporate governance standards nor taint the relevant role they have been playing in enhancing corporate governance. By competing more actively between themselves, stock exchanges are trying to find the optimum corporate governance standards and/or developing new listing segments with different options of corporate governance standards. Therefore, they are still contributing to the development of corporate governance through their regulatory approach and there is no reason to fear this will come to an end.

This paper is divided into three parts. Part I describes how stock exchanges act to enhance corporate governance and gives examples of how they have been doing this over the years. Part II identifies the existence of an increased competition between stock exchanges and addresses whether and how this affects the role they have been playing in corporate governance. Part III presents our conclusion.

## **I. Stock exchanges historical role in corporate governance: how stock exchanges have been influencing corporate governance over the years?**

In the U.S., the NYSE has been playing a relevant role in enhancing best governance practices through its listing requirements. From the earliest days of the NYSE, the stock exchange has been fighting against traditional corporate management secrecy by imposing disclosure requirements for its listed companies<sup>3</sup>. As early as 1869,

---

extent of this regulation will vary according to how the capital market is developed and how strong the institutions are.

3 PRITCHARD, Adam C. Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers. *Virginia Law Review*, v. 85, nº 6, 1999, p. 1007.

listed companies were required to disclose information related to the nature of their business, management, capitalization structure, stock provisions, business financials and accounting policies<sup>4</sup>. The first corporate governance standard imposed within the listing agreements was the mandatory annual shareholders' meeting<sup>5</sup>. NYSE's listing agreements also started to demand listed companies distribute annual reports to its stockholders in 1900 and started to demand that this distribution occurs prior to the shareholder's annual meeting in 1909<sup>6</sup>. But was only after the end of the NYSE's "Unlisted Department" in 1910 that NYSE was able to make agreements with its listed companies that provided for substantial financial disclosure<sup>7</sup>. In 1926, the NYSE adopted the one share, one vote listing requirement<sup>8-9</sup> and, in 1932, independent audits became mandatory for newly listed companies<sup>10</sup>, which became federal law with the enactment of the 1933 Securities Act<sup>11</sup>. These are examples of how NYSE attempted to increase the quality of corporate governance over the years.

Historically, stock exchange listings requirements to improve corporate governance were so relevant that they were seen as a substitute for governmental regulation<sup>12</sup>. NYSE's listing requirements were so important to the development of disclosure practice and

---

4 KARMEL, Roberta S. The Future of Corporate Governance Listing Requirements. *SMU Law Review*, v. 54, 2001, p. 327.

5 Ibid. p. 328.

6 Loc. cit.

7 Ibid. p. 327.

8 See SELIGMAN, Joel. Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy. *George Washington Law Review*, v. 54, 1985, p. 687.

9 The one share, one vote listing requirement was officially abandoned by NYSE in 1986.

10 KARMEL, Roberta S. Op. cit. p. 328.

11 Securities Act of 1933, schedule A, items (25) and (26).

12 KARMEL, Roberta S. Op. cit. p. 327.

other corporate governance standards that the U.S. Congress relied on them when drafting the Securities Exchange Act of 1934<sup>13</sup>.

Today, the NYSE's Listed Company Manual makes express reference to the need for compliance with corporate governance standards (section 303A<sup>14</sup>)<sup>15</sup>. They require, for instance, a majority of independent directors, a corporate governance committee composed entirely of independent directors, an independent audit committee with a minimum of three members, a mandatory annual shareholders' meeting and shareholders' prior approval in certain issues.

Around the 1960s, the AMEX followed NYSE's example<sup>16</sup> and began to adopt listing requirements. Their standards, however, were less rigid concerning corporate governance quality when compared to the NYSE's standards. AMEX's listing standards originally required proxy solicitations and shareholder approval of certain transactions<sup>17</sup>. In 1968, they published the first edition of the AMEX Company Guide, which included policies regarding conflict of interests, voting rights (minimum quorum for certain matters) and directors independence

---

13 PRITCHARD, Adam C. Op. cit. p. 1008.

14 NYSE Listed Company Manual, § 303A. Available at: <http://wallstreet.cch.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F4&manual=%2F1cm%2Fsections%2F1cm%2Dsections%2F>. Last visited: Oct. 6<sup>th</sup>, 2018.

15 The introduction of Section 3 of the NYSE's Listed Company Manual on Corporate Responsibility reads: "Investors expect that if a company's shares are listed on the New York Stock Exchange, the company has complied with specified financial standards and disclosure policies developed and administered by the Exchange. In addition, consistent with the Exchange's long-standing commitment to encouraging high standards of corporate democracy, every listed company is expected to follow certain practices aimed at maintaining appropriate standards of corporate responsibility, integrity and accountability to shareholders.

This section describes the Exchange's policies and requirements with respect to independent directors, shareholders' voting rights, and other matters affecting corporate governance". Available at: <http://wallstreet.cch.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F4&manual=%2F1cm%2Fsections%2F1cm%2Dsections%2F>. Last visited: Oct. 6<sup>th</sup>, 2018.

16 Due to SEC pressure, it is true. See KARMEL, Roberta S. Op. cit. p. 331.

17 Loc. cit.

(they recommended the appointment of a minimum of two independent directors)<sup>18</sup>. An independent audit committee became a mandatory listing requirement in the early 1990s<sup>19</sup>.

The Nasdaq created their listing requirement in 1985, but granted many exceptions to certain companies incorporated in several U.S. states<sup>20</sup>. Their minimum requirements were the disclosure of periodic reports, the presence of independent directors, the adoption of an audit committee with independent directors and the adoption of a minimum quorum to approve certain issues<sup>21</sup>. Nowadays, Nasdaq listing rules provide that companies applying to be listed must meet qualitative corporate governance requirements related to the “company’s board of directors, including audit committees and Independent Director oversight of executive compensation and the director nomination process; code of conduct; shareholder meetings, including proxy solicitation and quorum; review of related party transactions; and shareholder approval, including voting rights”<sup>22</sup>.

Besides the listing requirements, some stock exchanges have been adopting other incentives to enhance the overall quality of corporate governance. For instance, the BM&FBovespa, the former Brazilian stock exchange<sup>23</sup>, developed different degrees of corporate governance segments for their listed companies. In 2000, in addition

---

18 Loc. cit.

19 Ibid. p. 332.

20 Loc. cit.

21 DONAGGIO, Angela Rita Franco. *(How) Does Self-Regulation Work? Evidence from Brazilian Corporate Governance Listing Segments*, p. 10. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3198201>. Last visited: Oct. 8<sup>th</sup>, 2018.

22 Nasdaq Listing Rule, § 5601. Preamble to the Corporate Governance Requirements. Available at: <http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selected-node=chp%5F1%5F1%5F4%5F3&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq%2FDequityrules%2F>. Last visited: Oct. 8<sup>th</sup>, 2018.

23 In March 2017, BM&FBovespa merged with CETIP, creating the new Brazilian stock exchange named B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Available at: <http://ir.bmfbovespa.com.br/static/enu/perfil-historico.asp?idioma=enu>. Last visited: Oct. 11<sup>th</sup>, 2018.

to other listing segments<sup>24</sup>, BM&FBovespa implemented a premium list known as “Novo Mercado”, with the highest corporate governance standards (much higher than those required by the Brazilian Law).

After B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) establishment in 2017<sup>25</sup>, they carried out extensive work to review the “Novo Mercado” listing regulation. This year, a new “Novo Mercado Listing Regulation” came into force<sup>26</sup>. Among others, the new “Novo Mercado Listing Regulation” establishes the following rules related to corporate governance and shareholder rights: (i) the company must issue only common voting shares (compliance with the one share, one vote rule); (ii) the board of directors must be composed of at least 2 or 20% of independent directors (whichever is greater), with unified term of office of 2 years maximum; (iii) the company must set up an internal auditing and compliance department as well as an audit committee; (iv) the company must elaborate and disclose a (a) compensation policy; (b) nomination policy for the board of directors, advisory committees and executive management board; (c) risk management policy; (d) related party transaction policy; and (e) securities trading policy, with minimum requirements; (v) the company must include an arbitration clause in its bylaws stating that the company, its shareholders and executive officers, as well as the members of its fiscal council and their alternates, if any, undertake to seek arbitration by the Market Arbitration Chamber; (vi) the company must extend the same conditions provided to the controller shareholders in the company’s control transaction to the minority shareholders (100% Tag Along); (vii) the company must commit to maintain a free float of at least 25%, or 15% in case of ADTV (average daily trading volume) above R\$25 million; (viii) the company must hold a Public Tender Offer for a fair price, with a minimum acceptance quorum of 1/3 of the free float shareholders, in case of delisting from “Novo Mercado”;

---

24 “Nível 1”, “Nível 2”, “Bovespa Mais” and “Bovespa Mais Nível 2”.

25 See *supra* note 22.

26 See [http://www.bmfbovespa.com.br/en\\_us/listing/equities/listing-segments/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/en_us/listing/equities/listing-segments/novo-mercado/). Last visited: Oct. 6<sup>th</sup>, 2018.

(ix) the company must simultaneously disclose, both in Portuguese and in English, Material Information, benefit distribution information and results press releases; (x) the company must monthly disclose negotiations by the controlling shareholders with securities issued by it; etc.

Being part of this selective group of companies is considered to be a valuable seal recognized by the Brazilian capital market which helps to increase listed firms' equity value<sup>27</sup>. The "Novo Mercado" is an incentive to already listed companies to commit to even higher corporate governance standards. Today, 142 companies are listed on this highest corporate governance list<sup>28</sup>. Nevertheless, the Brazilian Stock Exchange still lists other companies which do not want to or cannot commit to these higher corporate governance standards. It is important to continue listing these other companies with different profiles because they are still relevant to the Brazilian corporate market – they represent a relevant market share and investors may be still interested in investing in them.

In conclusion, stock exchanges have been contributing to the development of corporate governance. Nonetheless, the question is whether the increased competition between them will taint this positive role stock exchanges have been playing in corporate governance, leaving it in the past.

## **II. Effects of the increased competition between stock exchanges on the role they play in corporate governance.**

Although competition between stock exchanges is not a new phenomenon, it has substantially increased since the early 1990s and

---

27 See CARVALHO, Antonio Gledson de; PENNACCHI, George G. Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, v. 18, nº 4, 2012, p. 883.

28 See [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm). Last visited: Oct. 11<sup>th</sup>, 2018.

broadened to an international level<sup>29</sup>. Advances in technology, globalization and demutualization of stock exchanges were the main reason for today's increased securities market competition. Technological advances made possible an instant flow of information, speeding communication and reducing its costs. Globalization "lowered the barriers to cross-border capital flows"<sup>30</sup>. Finally, demutualization<sup>31</sup> was induced by the former two – technological advances and globalization – and stock exchanges now must be run as efficient business enterprises committed to expanding shareholders' investments<sup>32</sup>. This new environment boosted competition among stock exchanges which had to remodel themselves in order to better face the new challenges.

Today, stock exchanges are for-profit entities seeking profit maximization – due to the aforementioned demutualization movement<sup>33</sup>. Their main source of profits is brokerage commission which is related to the number of listed companies, the trading volume per listed company and the commission amount per trade<sup>34</sup>. Thus, attracting firms – the largest number possible – is one of their main goals.

The question is whether stock exchanges will attract more potential listed companies by strengthening or by weakening corporate

---

29 CHRISTIANSEN, Hans; KOLDERTSOVA, Alissa. *The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance*, OECD Working Paper No. 2009/1, p. 13. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2384059>. Last visited: Oct. 8<sup>th</sup>, 2018.

30 COFFEE JR., John C. Racing towards the Top: The Impact of Cross-Listing and Stock Market Competition on International Corporate Governance. *Columbia Law Review*, v. 102, 2002, p. 1759.

31 "Demutualization is the process of converting a non-profit, mutually owned organization to a for-profit, investor-owned corporation", see AGGARWAL, Reena. Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 15, 2002, p. 106.

32 Ibid. p. 107. See COFFEE JR., John C. Op. cit. p. 1801.

33 See CHRISTIANSEN, Hans; KOLDERTSOVA, Alissa. Op. cit. p. 14.

34 KAHAN, Marcel. Some Problems with Stock Exchange-Based Securities Regulation. *Virginia Law Review*, v. 83, n<sup>o</sup> 7, 1997, p. 1510; AGGARWAL, Reena. Op. cit. p. 105.

governance standards. In order to answer this question, we should answer a prior one: will stock exchanges attract more potential listed companies by focusing on investor's or issuers' interests, i.e. is the competition between stock exchanges mainly driven by investors' or issuers' interests? The answer to the former question will vary according to the answer to this latter question.

## **II.A. Race towards the top.**

For those who believe competition among stock exchanges is driven by investors' interests, i.e. that stock exchanges are focused on attracting more investors to increase liquidity and thus attract more potential listed companies, the increase in competition between stock exchanges will make corporate governance standards go tighter. This is because stock exchanges will be focusing on increasing shareholder's rights and protection to attract a greater number of them, resulting in a "race towards the top"<sup>35</sup>.

For instance, we can mention the expressive migration of Brazilian firms to the U.S. stock market before the 2000s. It is argued that the weak protection the Brazilian market offered to minority shareholders and to shareholders in general was the cause of this Brazilian companies' shift to the U.S. market<sup>36</sup>. Brazilian firms decided to cross-list in the U.S. because it offered stronger investor protection and higher disclosure standards, with a consequently higher market liquidity. This made BM&FBovespa, the Brazilian stock exchange at

---

35 See HUDDART, Steven; HUGHES, John; BRUNNENMEIER, Markus. Disclosure Requirements and Stock Exchange Listing Choice in an International Context. *Journal of Accounting and Economics*, v. 26, 1999, p. 237; KARMEL, Roberta S. Special Study on Market Structure, Listing Standards and Corporate Governance. *The Business Lawyer*, v. 57, nº 4, 2002, p. 1496-1497; COFFEE JR., John C. Op. cit. p. 1762-1763; ROMANO, Roberta. The Need for Competition in International Securities Regulation. *Theoretical Inquiries in Law*, v. 2, nº 2, 2001, p. 387.

36 See COFFEE JR., John C. Op. cit. p. 1806; CARVALHO, Antonio Gledson de; PENNACCHI, George G. Op. cit. p. 883.

the time, start thinking about ways of enhancing their corporate governance standards and strengthening shareholders' rights in order to better compete internationally.

## **II.B. Race towards the bottom.**

Conversely, for scholars who believe competition is guided by issuers' interests, the increase in competition between stock exchanges will make corporate governance standards less tight. Stock exchanges will try to encompass all the different interests of different companies when it comes to their corporate governance structure in order to attract a greater number<sup>37</sup> of potential listed companies, reducing their listing requirements and producing a "race towards the bottom"<sup>38</sup>.

An example that illustrates the conclusion that competition among stock exchanges favors the adoption of less stringent corporate governance standards is the dual-class structure evolution in the U.S. Since 1926, the NYSE has been adopting a more stringent corporate governance standard forbidding dual-class capitalization for their listed corporations<sup>39</sup>, whereas the Nasdaq and the AMEX have been allowing it. Nonetheless, the hostile takeover boom of the 1980s made some companies take antitakeover measures such as dual-class recapitalization<sup>40</sup>. Thus, in order to be able to compete against

---

37 Firms with controlling shareholders are likely to be the majority in most countries, except for the U.S. and the U.K., and they seem to usually prefer lower disclosure requirements and weaker shareholder rights in general. See BEBCHUK, Lucian A.; HAMDANI, Assaf. The Elusive Quest for Global Governance Standards. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 157, 2009, p. 1267-1268; COFFEE JR., John C. Op. cit. p. 1813.

38 See BLOOMFIELD, Robert; O'HARA, Maureen. Can Transparent Markets Survive? *Journal of Financial Economics*, v. 55, 2000, p. 425; CHRISTIANSEN, Hans; KOLDERTSOVA, Alissa. Op. cit. p. 14; PRITCHARD, Adam C. Op. cit. p. 1007-1008; KARMEEL, Roberta S. The Future of Corporate Governance Listing Requirements. *SMU Law Review*, v. 54, 2001, p. 330-331 and 347.

39 See *supra* note 7.

40 KARMEEL, Roberta S. Op. cit. p. 343-345.

Nasdaq and AMEX, i.e. because of market pressure, the NYSE decided to officially put an end to their historic one share, one vote rule in 1986, allowing their listed companies to have multiple classes of common stock with different voting rights<sup>41-42</sup>.

Another more recent example is the 2014 Alibaba group's IPO. Alibaba, a Chinese company, wanted to go public with a dual-class structure in order to consolidate control in the hands of their founders. Thus, they decided to list themselves on the NYSE instead of on the Hong Kong or Shanghai exchanges since Hong Kong and Shanghai exchanges did not allow dual-class structure. Mainly because of Alibaba's profitable IPO, the Hong Kong Stock Exchange amended their rule in April 2018 to allow certain companies (especially innovative and tech companies) to go public with a dual-class structure in Hong Kong<sup>43</sup>. Thus, this is a recent example in which the quest to

---

41 See LEHN, Kenneth; NETTER, Jeffrey; POULSEN, Annette. Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations versus leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, v. 27, nº 2, 1990, p. 569; SELIGMAN, Joel. Op. cit. p. 693 and 700; KARMEL, Roberta S. Op. cit. p. 345.

42 In 1994, the NYSE, the AMEX and the Nasdaq agreed on the adoption of a uniform rule on the matter (KARMEL, Roberta S. Special Study on Market Structure, Listing Standards and Corporate Governance. *The Business Lawyer*, v. 57, nº 4, 2002, p. 1505). They basically prohibited dual-class recapitalizations but allowed dual-class structures at the Initial Public Offer. Today, the NYSE allows different voting rights as long as shareholders are afforded certain safeguards which align the rights of non-voting shareholders with the rights of the voting shareholders (e.g. non-voting shareholders must receive all communications, including proxy materials, and non-voting shareholders' rights must be substantially the same as those of voting shareholders, except for the voting rights). See NYSE Listed Company Manual, § 313.00 (B) (1) and (2). Available at: <http://wallstreet.cch.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F4%5F12%5F7&manual=%2F1cm%2Fsections%2F1cm%2Dsections%2F>. Last visited: Oct. 8<sup>th</sup>, 2018.

43 See <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-24/hong-kong-approves-dual-class-shares-paving-way-for-tech-titans> and <https://www.reuters.com/article/china-stocks-hkex/update-1-hk-china-bourses-agree-to-work-towards-adding-dual-class-shares-to-trading-link-idUSL4N1UE0EW>. Last visited: Nov. 13<sup>th</sup>, 2018. See also Hong Kong Stock Exchange, *Research Report: Listing Regime Reforms For Dual-Class Share Structure And Biotech Industry – Summary, April 2018*. Available at: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2018/CCEO\\_DualClass\\_201804\\_Summary\\_c.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2018/CCEO_DualClass_201804_Summary_c.pdf?la=en). Last visited Oct. 5<sup>th</sup>, 2018.

attract more listed companies led to a decrease in the stock exchange's corporate governance standards requirements<sup>44</sup>.

Between these two possible “races”, we hold that, in overall, a race towards the bottom would be more desirable than a race towards the top. A race towards the bottom would be better because it would allow companies to freely tailor their corporate governance structure according to their own particularities (e.g. industry, life-time-cycle, ownership structure, business strategy, personal characteristics of controlling shareholders and investors etc.)<sup>45</sup>. We hold that mandating the same high corporate governance standard for all companies is harmful to many of them – corporate governance should be firm-specific.

For instance, firms developing cutting-edge technology may need higher entrenchment with a powerful controller shareholder associated with a huge amount of outside investments, especially in their early life-cycle. Thus, dictating – either through stock exchange listing requirements, through Security Exchange rules or through state or federal legislation – that a dual-class structure is harmful to shareholder's rights and establishing the one share, one vote rule as a mandatory rule for all firms will be disadvantageous to technology development. The same logic is applicable concerning staggered boards: they may be useful for innovative companies in their early stages because they seem to encourage managers to take higher risks and to make long-term investments (investments in capital expenditure, investments in research and development, production of more patents

---

44 This paper does not aim to discuss whether the dual-class structure is positive or negative, or whether it enhances or harms corporate governance quality. This case is being used with the sole purpose of illustrating that stock exchanges may change their perception on which arrangements enhance corporate governance and consequently change their listing requirements due to market pressure, producing a race towards the bottom.

45 See GOSHEN, Zohar; SQUIRE, Richard. Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance. *Columbia Law Review*, v. 117, 2017, p. 826-828.

etc.)<sup>46</sup>. Thus, forbidding staggered boards because they are considered to be “bad governance” from the shareholders’ perspective<sup>47</sup> could be truly harmful to certain types of companies.

The best would be letting each firm design the optimum corporate governance arrangement for its own case at its own discretion. Of course, we made these statements considering the existence of a *minimum* state or federal regulation to set *minimum* social acceptable parameters<sup>48</sup> when and where there is a specific market failure<sup>49</sup>. The extent of this regulation will vary according to how the capital market is developed and how strong the institutions are<sup>50</sup>. The more efficient the market is, the greater will be stock exchanges’ flexibility to ease corporate governance, allowing each firm to find their own optimum structure.

## **II.C. A place in-between the “race towards the top” and the “race towards the bottom”.**

All that being said, we believe that, in fact, competition between stock exchanges would neither cause an exclusive “race to-

---

46 See DAINES, Robert; LI, Shelley Xin; WANG, Charles CY. Can Staggered Boards Improve Value? Evidence from the Massachusetts Natural Experiment. *Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper No. 16-105*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2836463A>. Last visited: Oct. 2<sup>nd</sup>, 2018.

47 See generally GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, v. 188, n° 1, 2003, p. 107; BEBCHUK, Lucian A.; COHEN, Alma; FERRELL, Allen. What Matters in Corporate Governance? *Review of Financial Studies*, v. 22, n° 2, 2009, p. 783.

48 The idea is to have minimum regulation in order to avoid abuses. Its amplitude and scope will vary according to each country – depending on the development of their capital market and the strength of their institutions.

49 See GOSHEN, Zohar; SQUIRE, Richard. Op. cit. p. 828.

50 See generally GOSHEN, Zohar; HANNES, Sharon. The Death of Corporate Law. *Columbia Law and Economics Working Paper* (April 30, 2017). Available at: <https://ssrn.com/abstract=3171023http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3171023>. Last visited: Nov. 13<sup>th</sup>, 2018.

wards the top” nor an exclusive “race towards the bottom”, but rather a balance between them both. This is because there is always a market for different interests<sup>51</sup> (higher or lower corporate governance standards) and the exclusive adoption of either direction (top or bottom) will exclude the other – significant – market share.

When a stock exchange decides to increase its corporate governance standards to enhance shareholder rights and to attract more investors and certain types of companies (mainly companies with dispersed ownership), it will be losing other potential listed companies who do not meet those high standards (especially companies with concentrated ownership<sup>52</sup>). Similarly, when a stock exchange decides to lower their corporate governance standards to encompass a greater number of potential listed companies with different corporate governance arrangements, it will probably be losing investors, liquidity and certain types of companies (especially companies with dispersed ownership<sup>53</sup>) that will migrate to “high corporate governance standards” stock exchanges. Thus, there is a trade-off between the choice of enhancing or decreasing corporate governance standards.

Considering this trade-off, we predict two possible paths stock exchanges can follow. The first one is finding the optimum balance between the different competition driven interests (investors’ and issuers’ interests) that would result in obtaining the biggest market share. The second one is maximizing both of these interests by increasing consumers’ options (both investors’ and issuers’ options) by offering different listing segments with different levels of corporate governance standards. We hold the latter path is the best one.

First, offering different listing segments with different levels of corporate governance standards allows the same stock exchange to

---

51 COFFEE JR., John C. Op. cit. p. 1765.

52 Ibid. p. 1764-1765.

53 Loc. cit.

list at the same time both companies which prefer to commit to higher shareholder rights and those which prefer to have a less stringent corporate governance arrangement. They will list the former category in an upper-level corporate governance standard list and the latter category in a less stringent corporate governance standard list. Considering that there are different sorts of clientele interested in different levels of disclosure, transparency, shareholder rights etc., this same stock exchange will be attracting issuers with different interests, enlarging the range of possible clients by letting them co-exist side by side.

Second, this same logic applies when it comes to attracting more investors and increasing the stock exchange's liquidity. By offering different listing segments with different levels of disclosure, transparency, shareholder protection etc., the same stock exchange will be able to attract more and different types of investors. For instance, the same stock exchange will be able to attract at the same time risk-averse investors, who usually prefer safer investments, by investing in companies with higher shareholder protection and higher disclosure standards despite the related higher compliance costs, and risk-seeking investors, who accept investing in companies who commit to lesser disclosure standards and lesser shareholder protection but which may offer higher returns. Thus, this second path is the best one to increase liquidity within the same stock exchange.

Finally, this second framework is the best one when it comes to the way we think corporate governance should be dealt with: this arrangement of multiple lists conceives corporate governance as being firm-specific, giving more freedom to companies to tailor their own governance structure according to their needs, which may vary over time. Thus, in our view, this would be the best direction for a stock exchange to follow and succeed in this scenario of increasing international competition.

Taking the Brazilian example again, the B3, when describing their special listing segments with different corporate governance

standards, expressly says that their “Special listing segments of B3 – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 and Nível 1 – were created when we realized that, in order to develop the Brazilian capital market, we would *need to have segments suited to different company profiles*”<sup>54</sup> (emphasis added).

It should be emphasized that this proposed path for a stock exchange to better succeed in a context of increased competition does not impose a specific corporate governance arrangement by forcing companies to seek the highest list with the maximum level of corporate governance. As discussed above, the top list is nothing more than one more option for companies and for investors. There is always a market for different types of profiles and clienteles. In this sense, even with the option of qualifying for the top segment list, a company may choose to remain in a lower corporate governance level list because committing to higher corporate governance standards means incurring higher compliance costs as well. Thus, this is a choice that must be made by each company in their own cost-benefit analysis.

Likewise, this proposed solution does not decrease liquidity. Indeed, a stock exchange will enhance its liquidity by attracting different types of investors through this mechanism of offering different listing segments with different levels of corporate governance standards (investors who care more and who care less about investing in firms with higher corporate governance standards). Again, there is always a clientele for a specific market and allowing firms to list themselves on a higher corporate governance list will not necessarily decrease the liquidity of the lower lists. Each list attracts a specific type of company and a correlate type of investor (and/or vice-versa). The point is that, by offering more options to their consumers (issuers and investors), stock exchanges will not only be increasing their potential listed companies but also their market liquidity.

---

54 Available at: [http://www.bmfbovespa.com.br/en\\_us/listing/equities/listing-segments/about-listing-segments/](http://www.bmfbovespa.com.br/en_us/listing/equities/listing-segments/about-listing-segments/). Last visited: Oct. 11<sup>th</sup>, 2018.

That being said, the point is that the increased competition among stock exchanges around the world is affecting the way they have been dealing with corporate governance standards – whether you consider that the competition generates a race towards the top, a race towards the bottom or a balance between them both.

Nonetheless, stock exchanges are still playing a relevant role in corporate governance. When they compete more actively between themselves, they are working to find a way to encompass a greater market share by establishing corporate governance rules or standards. Considering that there is a trade-off between establishing a more or a less stringent corporate governance standard, stock exchanges will either find a balance and adopt a set of corporate governance rules that best fits the majority of the companies or develop and offer a different set of rules for companies with different profiles. Therefore, they have not abandoned their remarkable regulatory role yet.

### **III. Conclusion.**

Stock exchanges' historical role in corporate governance is undisputed. Throughout history, we find countless examples by which stock exchanges had influenced corporate behavior. For instance, we can mention the adoption of corporate governance standards and listing requirements. This paper poses the question of whether and how the recent increase in competition between stock exchanges affects the relevant role they have been playing in developing corporate governance standards.

We discuss whether this competition would amount to a more aggressive behavior in protecting shareholder rights (race towards the top), to a more passive behavior in setting corporate governance standards (race towards the bottom) or to a middle ground. We believe that the third option is the most likely to occur and the most desirable.

We found there is a trade-off between the choice of enhancing or decreasing corporate governance standards. When a stock exchange decides to increase its corporate governance standards, it will be losing a significant number of possible listed companies, whereas when it decides to decrease its corporate governance standards it will be losing investors and other types of potential listed companies. Therefore, we hold there will neither be an exclusive race to the top nor an exclusive race to the bottom. In fact, stock exchanges will either try to find the balance between divergent investor and issuer interests that will cover the biggest market share or increase consumer options by offering a range of lists with different levels of corporate governance standards to attract companies with different characteristics. We hold the latter is the best option mainly because it will attract a greater number of firms, increase market liquidity and because it is in line with the idea that corporate governance should be firm-specific.

The fact is that stock exchanges significant, longstanding and positive role in corporate governance is far from coming to an end. They are still playing a relevant role in promoting corporate governance. When competing among themselves, they are trying to find the optimum balance for the trade-off between establishing a more or a less stringent corporate governance standard and developing new listing standards.

One recent example of a product of this increased competition between stock exchanges that corroborates the valuable and positive role stock exchanges are still playing in corporate governance is the “Novo Mercado” listing segment in Brazil. The increase in international competition between stock exchanges led to a reassessment of the Brazilian stock exchange’s corporate governance policy, and consequently, the formulation of a listing segment of the highest corporate governance standards. BM&FBovespa, Brazil’s former stock exchange, formulated it in addition to other lower corporate governance standards lists in an attempt to attract more potential listed companies and increase market liquidity.

Hence, this current scenario of increased competition between stock exchanges is positive in the way that it instigates stock exchanges to remodel their policies by designing and offering different possible corporate governance arrangements to their potential issuers such that they still play a relevant role in corporate governance – a role we think is far from coming to an end.

# CAUSAS DA REGULAÇÃO DIFERENCIADA DA ATIVIDADE BANCÁRIA<sup>1</sup>

## THE REASONS FOR THE REGULATION OF THE BANKING INDUSTRY

*Ivo Waisberg*

*Resumo:* O presente artigo visa analisar as razões da regulação diferenciada da atividade *bancária* focando nas peculiaridades do seu objeto – a *moeda* e o crédito. com um exame interdisciplinar busca-se chegar a causa desta regulação específica e do interesse protegido.

*Palavras-chave:* Banco. Regulação. Interesse público. Moeda. Crédito.

*Abstract:* This paper intends to analyze the reasons for the different regulation of the banking industry, focusing in its object – money and credit. By using an interdisciplinary approach, it aims to reach the causes of this specific regulation and the interest protected by it.

*Keywords:* Bank. Regulation. Public Interest. Money. Credit.

*Sumário:* Introdução. 1. Moeda e Crédito. 2. Os Bancos. 2.1. Instituições Financeiras. 2.1.1. Instituições Financeiras não Bancárias. 2.1.2.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 02.12.2019 e aceito em 12.12.2019.

Instituições Financeiras Bancárias. 2.1.2.1. Bancos comerciais. 2.1.2.2. Bancos Múltiplos. 3. O Mercado Financeiro e o Interesse Público. Conclusão.

## **Introdução.**

A empresa bancária tem tratamento legislativo diferenciado das demais atividades comerciais por influir, fortemente, em relações, que não somente aquelas que os bancos<sup>2</sup> mantêm com seus clientes.

Esse impacto social da ação bancária, que será estudado com mais vagar à frente, deve-se, sobretudo, a dois fatores: seu objeto precípua – a intermediação de crédito, e; sua capacidade de influir no meio circulante, isto é, de criar moeda escritural. Daí a necessidade de conceituar a moeda e o crédito.

Pela compreensão da repercussão da atividade bancária na sociedade será possível entender-se o porquê do tratamento diferenciado dado a ela pelo ordenamento jurídico, com a necessidade de constante supervisão e fiscalização da atividade Bancária.

## **1. Moeda e crédito.**

Augusto Schmidt Junior, num dos poucos estudos jurídicos produzidos sobre a moeda, em 1935, expressou como a moeda, um instituto tão presente na sociedade, não chama a atenção de todos sobre o papel fundamental que desempenha.<sup>3</sup>

---

2 Usaremos a palavra *banco* como sinônimo de instituição financeira nesse primeiro momento. Assim que for necessário, mais adiante, será dada a definição legal de instituição financeira e será realizada a devida diferenciação gênero e espécie. (grifos do autor).

3 “Nós estamos tão acostumados às conveniências do uso da moeda que raras vezes refletimos sobre seu alcance histórico ou sua atual importância, embora tal uso seja, de algum

Como bem observa John Kenneth Galbraith,<sup>4</sup> a atenção dada à moeda vive oscilações cíclicas, isto é, quando a moeda está fraca, em períodos inflacionários, as pessoas desejam que ela melhore, concentrando seus esforços em soluções para o problema. Quando é forte e estável, as pessoas esquecem dela e se concentram em outras coisas.

Pelo impacto que tem na vida de todos, no entanto, o controle da moeda deve ser constante e cuidadoso. O interesse nas questões monetárias não é somente de um ou de outro grupo, mais de todos e, por isso, a todos interessa a compreensão deste fenômeno.<sup>5</sup>

No Estado capitalista, a moeda desempenha uma função fundamental de harmonizar a demanda e a produção, o que numa economia planificada seria feito pelo órgão planejador.<sup>6</sup> Com efeito, é o sistema de trocas que coordena a ação de produtores e consumidores no capitalismo. Isto ocorre no mercado.

Tome-se o exemplo formulado por Paul Singer,<sup>7</sup> ao supor que, em determinado momento, a demanda por sapatos em certo mercado

---

modo, um resumo da história da civilização. Nós estamos de tal modo habituados ao emprego da moeda, que se torna necessário um pequeno esforço de imaginação para formar uma ideia de quanto nós lhe devemos. Acostumados desde os nossos primeiros anos ao uso da moeda, nós não temos consciência dos serviços inapreciáveis que ella nos presta; e somente quando nos transportamos a sociedades atrasadas, onde ainda se fazem sentir as inconveniências do primitivo systema das trocas, é que nós podemos fazer uma ideia exacta da importância social da moeda e das dificuldades que sua ausência acarreta” (sic). JUNIOR, Augusto Schmidt. *Moeda e Systemas Monetarios*. Primeira parte. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1935, p. 111.

4 GALBRAITH, John Kenneth. *Moeda, De Onde Veio, Para Onde Foi*. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. 2ª. ed. São Paulo: Pioneira, 1997, p.1.

5 Nas palavras do citado autor: “Muitas coisas na vida – automóveis, amantes, câncer – são importantes, principalmente para os que as possuem. O dinheiro, ao contrário, é igualmente importante para os que o têm e os que não o têm. Ambos, portanto, devem estar interessados em compreendê-lo. Ambos devem estar seguros de poder compreendê-lo”. *Ibidem*. p. 3.

6 SINGER, Paul. *Curso de Introdução à Economia Política*. 10ª. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1986, p. 90.

7 *Ibidem*. p. 91.

seja de um milhão de pares. Isto não significa que esta quantidade seja necessária, mas somente que o numerário disponível para a compra de sapatos equivale a isto. Quem tem pés, mas não tem dinheiro, não compra, anda descalço. Se neste momento a produção for de 100.000 pares, menor que a demanda, o preço subirá e os produtores serão premiados com um bom lucro por estarem satisfazendo a necessidade social. O alto preço e a margem de lucro estimularão a produção de mais sapatos pelos próprios produtores e por outros empresários atraídos pela rentabilidade do negócio. A produção subirá gradualmente, mas não há nada que informe os produtores quando eles estarão produzindo mais do que o necessário. Se a produção chegar a dois milhões de pares, estando muito acima da demanda, não haverá recurso para a aquisição deste montante e o preço cairá. Os produtores, que já arcaram com o custo, não obterão o lucro planejado e, ainda, alguns fabricantes sairão do mercado. Seria como uma punição à produção excessiva.

O mercado ajusta as atividades produtivas *a posteriori*, por meio de um sistema que premia aqueles que produzem bens escassos em relação à demanda e pune os que o fazem em excesso, dando mais lucro aos primeiros e retirando parte da mais-valia esperada pelos segundos. É o mercado que mostra, no momento posterior, o erro ou o acerto da produção e harmoniza a relação produção – consumo.

Seria impossível o cumprimento dessa função do mercado sem a existência de um equivalente geral, uma mercadoria escolhida especificamente para essa finalidade, que propicie o cálculo do valor das mercadorias levadas ao mercado: uma moeda.<sup>8</sup>

---

8 Assinala Paul Singer que: “Esta é, portanto, a função social e econômica da moeda numa economia capitalista. Ela é a representação daquilo que falta à economia, isto é, do órgão de coordenação central. A relação monetária é que substitui o planejamento central. Portanto, a existência da moeda é o elemento central de qualquer economia capitalista, pelo fato que ela desempenha a função de informar aos diferentes produtores a viabilidade econômica de sua atividade progressa”. Ibidem. p. 64.

Mas o surgimento dessa “mercadoria específica”, da moeda como se conhece hoje, foi fruto do longo desenvolvimento histórico.

No início, a organização social constituiu-se visando o auto-consumo, isto é, produzia-se somente o necessário para a subsistência do indivíduo. Tratava-se de uma economia doméstica.

Como bem asseverou Fábio Nusdeo,<sup>9</sup> esta forma de organização não poderia manter-se por muito tempo. Com o aumento da população e a criação de excedentes de produção, começaram a ocorrer trocas de mercadorias entre os diversos grupos, tornando-se mais complexas as relações intergrupais.

Num primeiro momento, essas permutas eram realizadas diretamente, por escambo,<sup>10</sup> ou seja, mercadoria por mercadoria. Paul Singer ensina que uma economia de mercado pode funcionar por escambo se houverem apenas dois participantes e se forem trocadas apenas duas mercadorias, mas expõe que:

No momento em que, no mercado, existem muitas mercadorias e muitas pessoas, cada uma levando a sua mercadoria e desejando em troca da sua mercadoria uma outra ou várias outras muito específicas, sem a existência de um equivalente geral, de uma mercadoria que serve só para trocar as outras, a organização dessas trocas fica praticamente impossível.<sup>11</sup>

---

9 NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1997, p. 51.

10 LOPES, João do Carmo; ROSSETI, José Paschoal. *Economia Monetária*. São Paulo: Atlas, 1998, p. 15, bem esclarecem que “São necessários não só um grande recuo no tempo como mesmo um pequeno exercício de imaginação para que possam ser caracterizadas as atividades econômicas de grupos humanos primitivos, que não utilizaram quaisquer formas de moeda. Esses grupos, na realidade, existiram. No alvorecer dos tempos, os primeiros agrupamentos humanos, em geral nômades, teriam sobrevivido sob padrões bastante simples de atividade econômica. Eram grupos que não conheceram a moeda e, quando recorriam a atividade da troca, realizavam trocas diretas em espécie, denominadas escambo”.

11 SINGER, Paul. *Aprender Economia*. 17ª. ed., rev. e atual. São Paulo: Contexto, 1998, p. 44.

Com a proliferação das variedades de produtos trocados nestes “mercados”, sempre acabava por surgir uma mercadoria mais trocada que as outras, que passava a ser negociada não mais como mercadoria somente, mas como instrumento de troca. É o primeiro tipo de moeda, a moeda-mercadoria.<sup>12</sup> Várias mercadorias prestaram-se a esta função em locais e tempos diversos. O gado foi uma delas (daí a palavra pecuniário, do latim “pecus”, que significa gado) e também o sal (a palavra salário provém do uso do sal como meio de pagamento).

A moeda-mercadoria dependia do ambiente cultural de cada região, cada povo possuiu a sua.<sup>13</sup> Os aztecas, por exemplo, tinham como moeda-mercadoria o chocolate, ou melhor, o grão do cacau,<sup>14</sup> produto muito farto e de grande valia para eles, que o utilizavam de diversas maneiras, para elaborar comidas, bebidas e etc.

A moeda mercadoria não é um fenômeno exclusivo da antiguidade. Em tempos mais recentes, pode-se apontar o que ocorreu na Romênia, sob a ditadura de Nicolau Ceausescu, onde diante de uma inflação muito alta, com grande quantidade de papel-moeda em circulação, mas praticamente sem valor algum, com a existência de racionamento de comida (2.000 calorias por pessoa/dia) e controle estatal, o cigarro fazia às vezes de moeda real da economia. Qualquer mercadoria podia ser adquirida por meio de cigarros, em especial da marca “Kent”.<sup>15</sup>

---

12 Loc. cit.

13 Sobre as várias moedas-mercadoria da antiguidade à Idade Moderna, cf. LOPES, João do Carmo; ROSSETI, José Paschoal. Op. cit., p. 30.

14 WEATHERFORD, Jack. *A História do Dinheiro – Do Arenito ao Cyberspace*. Tradução de Juno Camargo. São Paulo: Negócio Editora. 1.999, p. 20.

15 Ibidem. p. 25. O reaparecimento do escambo em épocas de colapso monetário é atestado, também, por MAYER, Thomas; DUESENBERY, James S; ALIBER, Robert Z.. *Moeda, Bancos e a Economia*. Tradução de Luiz Carlos do Nascimento Silva. Rio de Janeiro: Campus, 1993, p. 7.

Mas todas estas mercadorias apresentavam problemas como instrumento de troca, ou por serem perecíveis ou de difícil manutenção, ou por possibilitarem facilmente a falsificação, entre outros. Apenas com o passar do tempo foram se solidificando as características necessárias para que uma mercadoria fosse uma “boa moeda”.

Paul Singer enumera como qualidades necessárias para que dada mercadoria seja “uma boa moeda”, que ela não seja perecível, seja durável, divisível homogeneamente e de fácil transporte<sup>16</sup>, características estas encontradas nos metais (ouro, prata).

As primeiras moedas (metálicas) com essas características foram cunhadas no pequeno Reino da Lídia, que se situava na antiga Anatólia, entre 640 e 630 a.C.<sup>17</sup> A riqueza deste reino, originada do impulso ao comércio dado pela “invenção da moeda”, foi tamanha que gerou a expressão “tão rico quanto Cresos” (um de seus reis) utilizada por muito tempo no idioma inglês. Apesar da conquista da Lídia pelos persas, a revolução do comércio originada pela moeda não teria fim.

A moeda, no entanto, não é só um instrumento de troca. Ela possui, ainda, as funções de padrão de valor e estoque de riqueza.<sup>18</sup>

A função da moeda tida como fundamental para o capitalismo é a de unidade de valor (padrão de valor), equivalente geral, uma vez

---

16 SINGER, Paul. Op. cit., p. 43.

17 WEATHERFORD, Jack. Op. cit., p. 33.

18 MAYER, Thomas; DUSENBERRY, James S.; ALIBER, Robert Z. Op. cit., p. 7 e ss. Enumeram, os autores, ainda, como função da moeda, a de padrão de pagamento diferido, isto é, unidade na qual é expresso valor do pagamento futuro. Essa função, na verdade, subsume-se na função de unidade de valor à frente abordada. JUNIOR, Augusto Schmidt. Op. cit., p. 84 e ss. entende serem 06 as funções da moeda: intermediária de permutas, medida comum de valores, instrumento de acumulação de valor, meio legal de pagamento, modelo para pagamentos diferidos e reservas para operações de crédito. Exceção feita à de meio legal de pagamento, as outras cinco estão insertas nas três por nós apontadas. Quanto a esta, entendemos não ser uma função econômica ínsita à moeda, embora seja ela dotada de curso forçado, mas sim jurídica, como adiante exposto.

que, sendo as trocas efetuadas por meio da moeda, a reiteração no mercado destas permutas acaba por definir objetivamente um valor das mercadorias em moeda, ou um preço.

A moeda desempenha, ainda, a função de reserva de valor, isto é, o negociante troca a sua mercadoria por moeda e sabe que, em tese, aquela moeda manterá o seu valor, seu poder de compra, para quando ele for utilizá-la. Como bem observam Lopes e Rosseti, esta função não é exclusiva da moeda, podendo ser realizada por outros ativos até mesmo não financeiros, mas em razão de sua liquidez, a moeda *“é um reservatório por excelência do poder de compra”*.<sup>19</sup>

Mesmo com a definição dos metais como moeda e do ouro em especial, muitas fraudes ainda ocorriam, com a substituição, por exemplo, do ouro por cobre ou chumbo no interior das barras. O Estado, então, num primeiro momento passa a oferecer casas de fundição, para cunhar as moedas dando a elas mais credibilidade em razão do selo real. Com o tempo, esta cunhagem deixa de ser facultativa e passa a ser obrigatória, tendo, então, o Estado o monopólio sobre a emissão de moeda.<sup>20</sup>

A inconveniência de se guardar e carregar a moeda metálica fez com que se percebesse que era mais fácil deixar o metal com alguém de confiança pública com condições de garantir a segurança do metal depositado. Esse depositário emitia uma nota onde constava que o depositante tinha guardado com ele certa quantidade de ouro e o pagamento passou a ser feito com estas notas.<sup>21</sup> Pode-se vislumbrar aí o surgimento da moeda-papel, isto é, o papel representativo de uma certa e determinada quantidade de metal. A moeda-papel tem várias vantagens, como por exemplo, evitar assaltos e gastos com a

---

19 LOPES, João do Carmo; ROSSETI, José Paschoal. Op. cit., p. 22.

20 SINGER, Paul. Op. cit., p. 46.

21 Conforme adiante se verá, eis a gênese e a essência da atividade bancária como conhecemos hoje.

circulação do metal. No entanto, a moeda papel é um reflexo da moeda metálica.

Mais tarde surge o papel-moeda, que se diferencia da moeda-papel, por não ser integralmente conversível por metal. A experiência mostrou aos depositários emitentes da moeda-papel, que não era necessário um lastro de 100% em relação aos certificados emitidos, pois a solicitação de conversão era pequena. Iniciou-se, então, a emissão de certificados não lastreados.<sup>22</sup>

A audácia na emissão sem lastro causou graves problemas ao sistema monetário e fez com que o Estado regulamentasse as emissões do papel-moeda (moeda fiduciária).

O Estado conferiu à moeda, por ele emitida, curso forçado, tendo obrigatoriamente de ser aceita como meio de pagamento.<sup>23</sup> O Estado, detentor do poder coercitivo e do de polícia é, modernamente, o único ente apto a obrigar o devedor ao pagamento, e pode, também, decidir a forma do pagamento, impondo a obrigatoriedade de aceitação da sua moeda. Se os demais elementos possuíam cunho primordialmente econômico, este é eminentemente jurídico. Daí porque afirma Schmidt Junior que *“é por isso que ao conceito econômico da moeda intermediária das trocas, se pode acrescentar também o jurídico de instrumento liberatório”*.<sup>24</sup> (sic).

---

22 LOPES, João do Carmo; ROSSETI, José Paschoal. Op. cit., p. 33.

23 A locução *curso forçado* é utilizada normalmente como sinônimo de curso legal. WALD, Arnoldo. *Repertório Enciclopédico do Direito Brasileiro*, v. 33. Rio de Janeiro: Borsoi, verbete Moeda expõe que: “O curso legal faz com que determinada moeda seja aceita como meio de pagamento... Em outros termos, moeda de curso legal é aquela que o credor não pode recusar quando oferecida pelo devedor em pagamento da sua dívida... O curso forçado, já tem um sentido diferente, significando o curso legal do papel-moeda inconvertível... Contém, pois, dois elementos: em primeiro lugar, o curso legal nas relações credor e devedor; num segundo plano, a inconvertibilidade que domina as relações entre o emitente e o portador do bilhete de banco. Para a maioria dos juristas, o curso forçado se identifica, pois, com a inconvertibilidade do papel moeda.”

24 JUNIOR, Schmidt Augusto. Op. cit., p. 97.

Curso forçado é a atribuição pelo Estado, por meio de norma jurídica, de poder liberatório a determinada mercadoria, ou nos dias atuais, papel-moeda.

Até agora, ao falar-se de moeda, referiu-se, quase que unicamente, à moeda legal ou manual. Hoje em dia, obviamente, a moeda nesta acepção responde pela parte minoritária do dinheiro em circulação.

Atualmente, a maioria da moeda circulante no mundo é escritural ou bancária, visto inexistir fisicamente, mas sim como corolário da atividade dos bancos, composta dos depósitos à vista.

Com efeito, o banco recebe depósitos a vista e empresta a prazo, baseado no fato de que, em regra, os depositantes não retiram o seu dinheiro, mas utilizam-no por meio de ordem de pagamento (v.g. cheques), pois confiam que seu capital pecuniário permanecerá lá. A *confiança* é a base da atividade bancária.

Se o banco pudesse emprestar o valor igual ao que recebeu em depósito, uma quantidade de moeda legal inserida no sistema bancário criaria uma quantidade infinita de moeda escritural.

Do montante recebido em depósito, uma parte ele deposita perante a autoridade monetária, de acordo com percentual delimitado pelo Estado. Este valor depositado chama-se encaixe, que, no caso brasileiro, tem de ser depositado no Banco Central para garantir um mínimo de moeda disponível para saque. O restante ele empresta.

Assim, por exemplo, se um banco recebe R\$ 10.000,00 de depósito em moeda legal e tiver um encaixe de 20%, terá de recolher ao Banco Central R\$ 2.000,00. Os outros R\$ 8.000,00 serão emprestados. O tomador do empréstimo emitirá cheques e depósitos em outros bancos, que por sua vez recolherão o encaixe e emprestarão o saldo. No caso presente, sendo de 1/5 o encaixe (20%), os R\$ 10.000,00 em moeda depositados se transformarão em R\$ 50.000,00 no sistema bancário em moeda escritural.

O volume de moeda escritural criado é uma função da moeda legal, isto é, sendo o encaixe “x”, o volume de moeda criado será o inverso de “x” vezes o acréscimo de moeda legal. No caso do quadro, 20%, teríamos  $\frac{1}{5} = 0,2$ , portanto a criação é cinco vezes o montante de moeda legal.

Para controle do volume de moeda em circulação, o Estado tem de controlar não somente a moeda legal emitida por ele, mas, principalmente, a criação de moeda escritural pelos bancos.

Como se pode notar, desde já, a atividade bancária, responde por boa parte da moeda (escritural) em circulação, sendo essa uma das razões de sua grande regulamentação pelo Estado.

O aparecimento da moeda traz a possibilidade de se diferir no tempo a liquidação da obrigação assumida.<sup>25</sup> Com isto, abre-se caminho para o surgimento do crédito, como antecipação do poder de compra baseado na confiança do credor de que o devedor irá pagar sua dívida já estipulada em moeda em data futura pré-estabelecida.

Assim, o negociante pode fazer uma compra para pagamento futuro, entregando ao vendedor um documento, declarando que pagará o preço acertado em moedas na data combinada. O vendedor pode utilizar-se deste documento para efetuar outra compra e o devedor pagará, então, a terceiro (esta a origem e a base do direito cambário).

O crédito, em sentido econômico,<sup>26</sup> é a troca de um bem atualmente disponível por uma promessa de pagamento, sendo, deste

---

25 SINGER, Paul. Op. cit., p. 46.

26 BULGARELLI, Waldírio. *Títulos de Crédito*, 10ª. ed. São Paulo: Atlas, 1994, p. 21. aponta três acepções do crédito –moral, econômica e jurídica, sendo a primeira de cunho religioso, a crença, a confiança, sendo o credor o crente, o que tem fé; a segunda a da troca dos bens atuais por futuros e a terceira consistente no direito do credor à prestação do devedor. Neste momento, utilizamos o crédito basicamente em sua acepção econômica.

ponto de vista, uma noção mais ampla do que a noção jurídica do empréstimo.<sup>27</sup>

A existência do crédito é fundamental na economia capitalista, servindo para financiar tanto a produção quanto o consumo. A função de fomentador de crédito é exercida, precipuamente, pelo sistema bancário.

A extensão do crédito possibilita o financiamento agrário, comercial e industrial, a produção de estoque e o desenvolvimento social.<sup>28</sup> Sendo os bancos os grandes responsáveis pelo crédito, resta claro que, um problema no funcionamento do sistema bancário causa, como adiante se exporá, graves consequências para a coletividade.

O poder dos bancos de criar moeda tem grande influência no sistema de crédito e sua importância foi destacada por Edward W. Reed e Edward K. Gil<sup>29</sup>:

O poder que o sistema bancário tem de criar moeda possui grande significado econômico. Ele resulta no sistema de crédito que é necessário para o processo econômico a uma taxa de crescimento relativamente estável. Se o crédito bancário não estivesse disponível, a expansão da nossa capacidade produtiva e das nossas operações em muitos casos ficaria impossibilitada e em outros seria retardada até que se pudesse acumular fundos a partir de lucros ou outras fontes externas. As unidades produtivas seriam forçadas a manter um maior capital de giro para enfrentar as exigências de flu-

---

27 PETTI, L; VEYRAC, R. de. *El credito y La Organizacion Bancaria*. Tradução de Luis Nueva-  
nema, Mexico. DF: Editorial America, 1945, p. 19.

28 REED, Edward W; GIL, Edward K. *Bancos Comerciais e Múltiplos*. Tradução de Maria Clau-  
dia Santos Ribeiro. São Paulo: Makron Books, 1994, p. 5.

29 Ibidem, p. 2.

tuação dos fundos. Tal prática seria antieconômica, já que grandes somas ficariam ociosas por um certo período e durante os picos sazonais da atividade comercial poderiam até ser insuficientes.

## **2. Os Bancos.**

### **2.1. Instituições financeiras.**

Neste momento, deve-se fazer uma ruptura no texto, deixando de lado a continuidade da explicação monetária e histórica para fazer-se uma distinção necessária (instituição financeira/banco) e uma análise legislativa de nossa lei bancária.

A delimitação do presente trabalho aos bancos comerciais demanda que essa distinção seja feita de imediato e que, após isso, prossiga-se com a análise do objeto delimitado.

No Brasil não há uma definição legal de Banco em sentido estrito. A Lei nº 4585/64 define, com pouca precisão como será visto, instituição financeira,<sup>30</sup> que é gênero do qual o banco, nas suas várias

---

30 Pelo menos três projetos de lei complementar em trâmite trazem a definição da instituição financeira, todos optando pelo sistema de atribuição de atividades privativas, a exemplo da própria Lei nº. 4595/64. O primeiro relatado pelo deputado Saulo Queiroz, de autoria do deputado Francisco Dornelles, de nº. 47/91 define as atividades privativas no artigo 64, trazendo a peculiaridade de incluir entre elas a administração de cartão de crédito. O projeto relatado no senado pelo Senador José Fogaça define as atividades privativas no artigo 22 de forma semelhante. Ambos pretendem regular o artigo 192 da Constituição. Outro projeto, de autoria do senador Paulo Hartung, propõe-se a regular o artigo 163, V. Esse projeto, embora melhor do que a lei atual na definição, também não é um primor de redação legislativa. No artigo 3º, onde define as atividades privativas das instituições financeiras, afirma no inciso V ser privativa a “*prestação de garantia a obrigações de terceiros*”. Logo abaixo no inciso IV do parágrafo único do mesmo artigo, afirma que não se inclui entre as atividades privativas “*a prestação de garantia real ou fidejussória prestada por pessoas físicas ou jurídicas ‘as obrigações de terceiros, exceto a prestada por instituição financeira*”. Ou seja, a prestação de garantia é atividade privativa de instituição financeira somente quando prestada por instituição financeira. A primeira vista, o texto legal não serve como conceito, nem mesmo diretriz na definição da atividade privativa em apreço.

modalidades, é espécie.<sup>31</sup> Assim a realização de qualquer dos atos previstos em lei caracteriza, em regra, a empresa como instituição financeira. A realização de certos atos em específico configuram a empresa como banco propriamente dito, como abaixo se verá.

Eis a definição daquela lei:

Art. 17 Consideram-se instituições financeiras, para efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Parágrafo único. Para efeitos desta Lei e da legislação em vigor, equipara-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma eventual ou permanente.

A interpretação literal do artigo supra transcrito levaria o intérprete a um absurdo. Essa a opinião quase unânime<sup>32</sup> da doutrina, como apontam, entre outros, Luiz Alfredo Paulin,<sup>33</sup> Wilson do Egito Coelho<sup>34</sup> e Eduardo Salomão Neto.<sup>35</sup> É necessário se interpretar o ar-

---

31 O uso da locução *instituição financeira* para designar os bancos em espécie, o que ocorre comumente, consiste na figura de linguagem da sinédoque (grifos do autor).

32 Embora a crítica à redação do artigo em comento seja amplamente difundida e aceita, é possível encontrar, contrariamente, elogios à forma escolhida pelo legislador de 1964. Cf. SÁ, Gonçalo Ivens Ferraz de Cunha e. *O Factoring e a Nova Constituição. Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 73, jan./mar. 1989, p. 73-100.

33 PAULIN, Luiz Alfredo. *Das Instituições Financeiras de Fato ou Irregulares – Análise com Base na Lei 4.595/64. Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico*. São Paulo: Malheiros Editores, v. 110, abr./jun. 1998, p. 110-196.

34 COELHO, Wilson do Egito. *Empréstimo de Dinheiro Por Particulares: Quando Se Caracteriza Operação Privativa dos Bancos. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 41, jan./mar. 1981, p. 41-69.

35 NETO, Eduardo Salomão. *Atividade Privativa de Instituição Financeira*. FADUSP, São Paulo, 1998, p. 24.

tigo de forma a dar-lhe um sentido coerente com a matéria regulada. Aliás, as falhas na redação da Lei nº 4.595/64 fizeram com que essa lei fosse apontada por Wilson do Egito Coelho como “modelo a não ser imitado”.<sup>36</sup>

Com efeito, a interpretação literal do dispositivo faria com que uma série enorme de atos praticados, habitualmente, por empresas e pessoas físicas, fosse considerada privativa de instituição financeira e, portanto, apenas as instituições devidamente autorizadas nos termos do artigo 18 da mesma lei poderiam praticá-la, sob pena de caracterizarem-se infrações administrativas (artigo 44 § 7º da Lei nº 4595/64)<sup>37</sup> e penais (artigo 16 da Lei nº 7.492/86).<sup>38</sup>

O texto do artigo lido puramente indica que qualquer pessoa física ou jurídica que colete, ou intermedeie, ou aplique recurso próprio ou de terceiro de forma eventual ou permanente como atividade principal ou acessória está praticando ato privativo de instituição fi-

---

36 COELHO, Wilson do Egito. Op. cit., p. 69, “verbis”: “A Lei 4.595 de 31.12.64, que dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias (...) logo se revelou um repositório de falhas e atecnias gritantes, incidindo em vários erros que os autores apontam como modelos que não devem ser imitados. Os seus defensores batizaram-na de “lei econômica” pretendendo, assim, justificar muitas de suas normas redigidas à base de termos com significação setorial, diferente da consagrada em vernáculo. Ora, não há leis econômicas ou não econômicas. O que há são simplesmente, leis, que regulam, isto sim, fatos ou atos, econômicos ou não econômicos. Como se observa na obra de Reed Dickerson, inicialmente citada (p.18), a intervenção do Estado na ordem econômica, fenômeno que se acentua e generaliza, tornou ainda mais árdua e penosa a feita da legislação. Os técnicos de todas as matizes passaram a disputar e concorrer com os juristas na redação dos textos. O resultado é que, desconhecendo aqueles os princípios gerais da ordenação jurídica e ignorando as peculiaridades dos variados compartimentos, cometem, freqüentemente, erros e enganos lamentáveis.” A obra de Dikerson citada é *A Arte de Redigir Leis*.

37 Lei nº 4595/64 – art. 44 §7º: “Quaisquer pessoas físicas ou jurídicas que atuem como instituição financeira sem estar devidamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, ficam sujeitas à multa referida neste artigo e detenção de 1 (um) a 2 (dois) anos, ficando a esta sujeitos, quando pessoa jurídica, seus diretores e administradores.”

38 Lei nº 4.792/86 – art. 16: “Fazer operar, sem a devida autorização, ou com autorização obtida mediante declaração falsa, instituição financeira, inclusive de distribuição de valores mobiliários e de câmbio:  
Pena – Reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos, e multa”.

nanceira. Isto é, qualquer um que colete intermedeie ou aplique recursos sem autorização do Bacen está infringindo a lei.

Obviamente, não pode ser assim, sob pena de inviabilizar-se o mercado financeiro e as atividades empresariais. Na lição de Carlos Maximiliano:

Deve o Direito ser interpretado inteligentemente: não de modo que a ordem legal envolva um absurdo, prescreva inconveniências, vá ter a conclusões inconsistentes ou impossíveis. Também se prefere a exegese de que resulte eficiente a providência legal ou válido o ato, à que torne aquela sem efeito, inócua, ou este, juridicamente nulo.<sup>39</sup>

Como bem observa Eduardo Salomão Neto,<sup>40</sup> a dicção literal do artigo 17 tornaria ilícito o ato das empresas de aplicarem no mercado financeiro o resultado de sua atividade, como forma de proteger-se contra a perda de valor de seu capital de giro, bem como das empresas que recorressem a empréstimos bancários para pagamento de salários. Isto porque referidas empresas estariam praticando “atos privativos de instituições financeiras”.

O mesmo autor explica que existem empresas que coletam e repassam fundos como atividade principal sem ser instituições financeiras, como as administradoras de condomínio, que arrecadam o valor da contribuição mensal e repassam para o condomínio, sem estarem, evidentemente, praticando atos privativos de instituições financeiras.<sup>41</sup>

Qual a interpretação que deve, então, ser dada ao indigitado

---

39 MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 16<sup>a</sup>. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1996, p. 166.

40 NETO, Eduardo Salomão. Op. cit., p. 23.

41 Loc. cit.

dispositivo legal a fim de evitar-se a consumação de situações absurdas como as acima transcritas?

Luiz Alfredo Paulin, após reconhecer a dificuldade interpretativa do dispositivo ora apreciado, “*em função de sua pouca clareza e excessiva abrangência*”<sup>42</sup> inicia a busca pela melhor exegese do texto expondo que os bens jurídicos protegidos pela norma são a preservação dos poupadores e a proteção do sistema financeiro. Com efeito, a tipificação de condutas privativas de instituições financeiras tem como finalidade submeter as pessoas que as realizem ao controle do órgão fiscalizador, com o objetivo de preservar os interesses envolvidos na atividade monetária e creditícia.<sup>43</sup>

Conclui o autor, então, que os bens jurídicos alvo da proteção estarão ameaçados somente quando ocorrer a intermediação e, portanto, o acesso à poupança popular. Assim, se não existir intermediação, isto é, intromissão especulativa, impossível se pensar em ato privativo de instituição financeira.

Wilson do Egito Coelho também ensina que a inter-relação dos três elementos – coletar, aplicar e intermediar – é necessária para a configuração de ato privativo de instituição financeira. Para ele, o verbo aplicar, no dispositivo legal, estará sempre em conjunto com os outros que o antecedem, coletar e intermediar. Para o autor, os três elementos formam uma unidade conceitual<sup>44</sup>:

Roberto Quiroga Mosquera também afirma ser necessária a existência das condutas acopladas, sendo categórico ao afirmar que a

---

42 PAULIN, Luiz Alfredo. Op. cit., p. 199.

43 Esses “interesses” serão alvo de análise mais adiante.

44 “Teremos, então, como coleta, a operação passiva (devedor direto) e como aplicação, a operação ativa (credor direto). Da inter-relação das duas surge a intermediação que, em Direito Comercial, significa intromissão especulativa. Os três elementos interligados, reciprocamente dependentes, formam uma unidade conceitual, portanto”. COELHO, Wilson do Egito. Op. cit., p. 72.

presença de uma só das atividades do artigo 17 não caracteriza seu autor como instituição financeira.<sup>45</sup>

A classificação da instituição financeira dá-se, portanto, em razão dos atos praticados. Tal fato não indica que qualquer um que pratique esses atos, entendidos em seu conjunto como acima exposto, seja uma instituição financeira, pois pode tratar-se de uma outra entidade praticando um ato privativo e infringindo as legislações anteriormente apontadas.

A instituição financeira é uma empresa que pratica esses atos de forma comercial, isto é, com habitualidade e intuito de lucro. Nelson Eizerik, após expor os elementos caracterizadores da instituição financeira como sendo a intermediação, a participação na cadeia obrigacional e a interposição no crédito, realça a necessidade de que tudo seja feito com habitualidade, isto é, repetição dos atos de forma constante e profissional, com finalidade lucrativa, para concluir que: A realização de operações de intermediação financeira sem as características de habitualidade e profissionalidade não transforma o agente em instituição financeira, para os efeitos da lei, sendo, portanto desnecessária a prévia autorização do Poder Executivo para seu funcionamento.<sup>46</sup>

Em contrapartida, para atuar de forma habitual e profissional, como adiante se demonstrará, é necessária a autorização governamental e a obediência a uma série de requisitos.

Razão assiste aos autores que criticam a formulação legal. A interpretação literal tornaria atos cotidianos numa série de infrações

---

45 MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1998, p. 49.

46 EIZERIK, Nelson. *Administração de Cartão de Crédito Constituti Atividade Privativa de Instituição Financeira?* *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 88, out./dez. 1992, p. 25-33.

penais e administrativas, o que não se pode permitir. A interpretação deve buscar a exequibilidade da norma e, neste caso, ela reside na conjugação dos três atos, coletar, intermediar e aplicar, acrescido da forma profissional, destacada por Nelson Eizerik, acima citado.

Os bancos comerciais, objeto principal do presente ensaio, como já se afirmou, são uma espécie do gênero *instituição financeira*. Listar-se-á, a seguir, outras espécies.

Dividiremos as instituições financeiras em:<sup>47</sup> a) bancárias<sup>48</sup> que são as que possuem o poder de criar moeda, abrangendo os bancos comerciais e os bancos múltiplos (estes por possuírem uma carteira comercial); e, b) não bancárias que são os bancos de investimento, os bancos de desenvolvimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de arrendamento mercantil, as cooperativas de crédito, as sociedades de crédito imobiliário e as associações de poupança e empréstimo.

### **2.1.1. Instituições financeiras não bancárias<sup>49</sup>.**

Os bancos de investimento – são os fomentadores de crédito a médio e longo prazo para empresas, suprindo as necessidades de

---

47 Seguimos a divisão elaborada por NETO, Alexandre Assaf. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, 1999. Sobre as instituições financeiras privadas e seus vários tipos cf. PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições Financeiras Privadas*. 2ª. ed. rev., aum. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1982.

48 Tanto o projeto de lei nº. 47/91 quanto o relatório do Senador José Fogaça do projeto regulamentando o artigo 192 da Constituição trazem a definição de instituições bancárias como “aquelas que recebem depósitos a vista movimentáveis por cheque, cartões ou por quaisquer meios eletrônicos”. Enfim, as criadoras de moeda escritural.

49 Para um detalhamento das operações das instituições financeiras não bancárias atuantes no Sistema Financeiro Nacional, ver LOPES, João do Carmo; ROSSETI, José Paschoal. *Economia Monetária*. São Paulo: Atlas, 1998; NETO, Alexandre Assaf. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, 1999; FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: Produtos e serviços*. 10ª. ed. Rio de Janeiro: Qualitykark, 1997; e PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições Financeiras Privadas*. 2ª. ed. rev., aum. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1982.

capital de giro e capital fixo, dedicando-se a operações de maior vulto, como financiamento de bens de produção, repasses de recursos oficiais e externos. Operam, ainda, com recursos oriundos de Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e venda de cotas de fundo de investimentos.

Os bancos de desenvolvimento – são as instituições públicas que visam promover o desenvolvimento econômico e social de determinada região, por meio de financiamentos, empréstimos e outras operações, em regra, ao setor privado da economia.

As sociedades de crédito, financiamento e investimento (financeiras) visam o financiamento de bens duráveis para, em regra, pessoas físicas, ofertando crédito diretamente ao consumidor.

As sociedades de arrendamento mercantil têm como finalidade possibilitar operações de *leasing*.<sup>50</sup>

As cooperativas de crédito procuram viabilizar crédito para seus associados.

As sociedades de crédito imobiliário têm por escopo o financiamento de operações imobiliárias, como compra e venda de imóveis, loteamentos e incorporações.

As associações de poupança e empréstimo por sua vez são instituições financeiras que atuam, também, na área habitacional por meio de financiamentos imobiliários.

## **2.1.2. Instituições financeiras bancárias.**

### **2.1.2.1. Bancos comerciais.**

Os bancos comerciais são os criadores da moeda escritural e têm por objetivo principal “proporcionar o suprimento oportuno e

---

50 Sobre a natureza jurídica do arrendamento mercantil e suas várias modalidades ver DINIZ, Maria Helena. *Tratado Teórico e Prático dos Contratos*. São Paulo: Saraiva, v. 2, 1993, p. 357-392.

adequado dos recursos necessários para financiar, a curto e médio prazo, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços e as pessoas físicas.”<sup>51</sup> Sua atividade típica é a captação de depósitos à vista. Além disso, são os responsáveis pela maior parte das tradicionais operações bancárias, como o desconto, a conta-corrente, a abertura de crédito, mútuos e serviços de cobrança e recebimento de contas. São as instituições que mantêm contato direto com a população, com a massa de consumidores.

Por serem o objeto precípua desse trabalho, dedicaremos a ele maior espaço.

Conforme expõe Lauro Muniz Barreto,<sup>52</sup> as notícias históricas da atividade bancária são incompletas. Assim, também são imprecisas as alusões à origem dos bancos. Algumas das hipóteses trazidas pelos doutrinadores, no entanto, merecem ser contadas, não pela exatidão histórica, isto é, se estes ou aqueles foram os primeiros banqueiros, mas sim pela significação dos elementos da atividade dos bancos.

Jack Weatherford<sup>53</sup> aponta como primeiros banqueiros, os cavaleiros templários, que pertenciam a uma ordem religiosa para a conquista e manutenção da Terra Santa e viviam sob grande austeridade e disciplina, incluindo a castidade. Os Templários<sup>54</sup> tornaram-se temidos guerreiros e diversas bulas papais permitiram a eles o direito de conservar todas as riquezas conquistadas dos muçulmanos durante as cruzadas. Em pouco tempo, eram donos de grande fortuna, vasto território e inúmeros castelos, que se tornaram grandes fortalezas para guarda de valores. Eles transportavam suas riquezas por toda

---

51 Manual de Normas e Instruções do Banco Central.

52 BARRETO, Lauro Muniz. *Direito Bancário*. São Paulo: Livraria Editora Universitária de Direito, 1975, p. 3.

53 WEATHARFORD, Jack. Op. cit., p. 68.

54 Para um aprofundamento na história dos Cavaleiros Templários e das Cruzadas, conferir READ, Piers Paul. *Os Templários*. Tradução de Marcos José Cunha, Rio de Janeiro: Imago, 2000. Em especial sobre as atividades financeiras dessa Ordem, ver p. 197-199.

Europa e Palestina e recebiam depósitos de terceiros para transporte, cobrando uma taxa pelos serviços. Com o passar do tempo, passaram a fornecer vários serviços financeiros (bancários) para a nobreza e para os reis, concedendo empréstimos e administrando hipotecas.

Já Fran Martins<sup>55</sup> expõe como origem da atividade bancária, de receber dinheiro em depósito e emprestar a quem necessitasse de capital, o negócio realizado por indivíduos que efetuavam trocas de moedas estrangeiras por nacionais junto aos templos, mercados e feiras.<sup>56</sup> Com o tempo e em razão da confiança depositada nesses negociantes, eles passaram a receber depósitos para devolução futura mediante pagamento de comissão. A palavra banco decorreria do fato desses cambistas exercerem suas atividades em uma banca, sendo certo que quando o cambista não devolvia o dinheiro, seus clientes quebravam a banca, originando o termo “bancarrotta” e “quebra” como sinônimo do descumprimento da obrigação do banqueiro e utilizados até hoje como falência.

Segundo Paul Singer,<sup>57</sup> os primeiros banqueiros foram os ourives. Isto porque eles trabalhavam com o ouro como matéria prima e, por isso, já possuíam cofres e segurança em suas oficinas. Para protegerem-se dos perigos de guardar a moeda (ouro, prata) em casa, outras pessoas passaram depositá-las, deixando aos cuidados do ourives, perante o pagamento de uma taxa. O ourives, então, entregava a essas pessoas papéis, dizendo que as moedas estavam em seu poder. Assim, os “depositantes” poderiam retirar suas moedas ou, para garantia sua e daquele que fosse receber o pagamento, pagar o credor com o papel do ourives. O credor que recebeu a nota, por sua vez, também não queria ficar com o ouro e utilizava o papel para

---

55 MARTINS, Fran. *Contratos e Obrigações Comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 1993, p. 485.

56 Sobre a atividade desses mercadores, “agentes de câmbio” na idade média cf. GOFF, Jacques Le. *Mercadores e Banqueiros na Idade Média*. Tradução de Antônio de Pádua Danesi. São Paulo: Martins Fontes, 1991, p. 34 e ss.

57 SINGER, Paul. Op. cit., p. 47.

fazer seus pagamentos. O ourives percebeu, então, que quase ninguém retirava a moeda do cofre e passou a emprestar, emitindo mais papel do que o número de moeda em seu poder, emprestando a juros, na certeza de que apenas alguns viriam retirar as moedas e, portanto, não haveria problema. E, realmente, enquanto a confiança de todos de que suas moedas estavam com o ourives permaneceu inabalada, nenhum problema ocorreu. O ourives notou, também, que era mais rentável esta atividade de receber os depósitos da mercadoria e emprestar o papel do que a de ourives e passou a ser banqueiro.

Esta versão de Paul Singer, segundo pensamos, é aquela que possui a maior significação didático-descritiva da atividade bancária, baseada no recebimento do dinheiro para guarda e do empréstimo a terceiros de valor superior ao recebido, girando toda a atividade, precipuamente, sobre o elemento da confiança daqueles que depositaram o dinheiro e acreditam que, quando forem sacá-lo, o receberão.

Passados séculos desde então, o moderno e complexo sistema bancário globalizado de nossos dias é construído, no fundo, sobre o mesmo elemento fundamental, a confiança. Todos depositantes sabem que o banco não possui todo o dinheiro lá depositado para entrega imediata. No entanto, creem que, na hora em que precisarem sacar seu depósito, o farão com êxito, pois esse corresponde a uma pequena parte em relação ao todo. A confiança, portanto, é que todos não irão, no mesmo momento, ao banco sacar seus depósitos.

A negação desta crença, isto é, a ocorrência de um momento em que todos procurem sacar seu dinheiro, ou a simples possibilidade disto ocorrer, quebra esta confiança e gera a chamada “corrida bancária”. Este o é “perigo”<sup>58</sup> que assombra os bancos e que se deseja neutralizar.

---

58 O “perigo” é bem descrito por GALBRAITH, John Kenneth. Op. cit., p. 18: “Este aumento de preços era uma deficiência, do ponto de vista do público, ou, em qualquer caso, para os indivíduos que pagavam mas não recebiam. Para os bancos, também havia um perigo. Este

Dos exemplos, também se pode perceber que a origem da atividade estava na guarda do valor, mas logo passou à intermediação do crédito, isto é, recebia o valor de uns em nome próprio e também, em nome próprio, emprestava o valor a terceiro. Com o desenvolvimento da atividade, o banqueiro passou a remunerar o capital daqueles que depositavam com ele e cobrar juros daqueles para quem emprestava, tendo lucro na diferença das taxas aplicadas para a captação e para o empréstimo.

As conceituações doutrinárias da empresa bancária comercial não são fundamentalmente diversas.

Fran Martins define os bancos como “empresas comerciais que têm por finalidade realizar a mobilização do crédito, principalmente mediante o recebimento, em depósito, de capitais de terceiros e o empréstimo de importâncias em seu próprio nome, aos que necessitam de capital”.<sup>59</sup> O autor critica a expressão intermediário de crédito, pois o banco atua em seu próprio nome, realizando operações passivas como depositário e ativas como prestador, sendo, portanto mobilizador e não intermediário.

---

perigo era representado pela possibilidade de que os depositantes e portadores de notas viessem, mais ou menos ao mesmo tempo, retirar o seu dinheiro. O depositante original poderia recebê-lo, pois o seu dinheiro ainda estaria lá. Assim, alternativamente, poderia também o indivíduo a quem o depósito tivesse sido emprestado. Entretanto, ambos não poderiam. A maravilha dos bancos, em relação à moeda – a maravilha da criação de depósitos ou emissão de notas que era assim permitida –, ficava suspensa como por um fio de seda. Havia a exigência de que os depositantes ou portadores de notas comparecessem em número decentemente pequeno, para que o banco fosse capaz de entregar o dinheiro vivo que era obrigado a pagar. E quando se espalhava o pensamento de que o banco poderia não pagar, então, geralmente com muita pressa, todos compareciam. Quando isso ocorria, os depósitos e as notas que antes serviam como moeda deixavam de ter utilidade. Os depósitos e as notas dos que chegassem primeiro poderiam ser trocados por dinheiro; para os depósitos e as notas dos que chegassem mais tarde não haveria coisa alguma. Os seus depósitos e as suas notas eram direitos e papéis de um banco que falira. Como tal, não eram mais dinheiro. O milagre da criação de moeda era agora contrabalançado pelo desespero criado pelo seu súbito desaparecimento.”

59 MARTINS, Fran. Op. cit., p. 484

Nelson Abrão conceitua banco como “empresa que, com fundos próprios ou de terceiros faz da negociação de crédito sua atividade principal”.<sup>60</sup>

Sérgio Carlos Covello define banco como “empresa que tem por escopo principal a intermediação do crédito mediante operações típicas que envolvem aqueles que dão o dinheiro e aqueles que o recebem”.<sup>61</sup>

Giacomo Molle, diz que “a empresa bancária se caracteriza pela atividade que desenvolve de intermediação do crédito, ou seja, a captação da poupança junto ao público, em qualquer das suas formas, e a concessão do crédito”.<sup>62</sup>

Os bancos comerciais, portanto, atuam precipuamente na intermediação ou mobilização de crédito, entre os agentes superavitários e os agentes deficitários da economia, captando a poupança do público em geral incluindo a vasta gama de pequenos poupadores e fornecendo o crédito aos que necessitam. Ao exercerem esta função, criam a chamada moeda escritural e, portanto, influem decisivamente na realidade monetária do Estado.

### **2.1.2.2. Bancos Múltiplos.**

Surgidos como evolução natural do mercado bancário, os bancos múltiplos reúnem sob um único comando o conjunto de operações que envolvem várias atividades financeiras, incluindo a carteira comercial, daí por que serem instituições bancárias.

---

60 ABRÃO, Nelson. *Direito Bancário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1996, p. 30.

61 COVELLO, Sérgio Carlos. *Contratos Bancários*. 3ª. ed. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 1999, p. 15.

62 MOLLE, Giacomo. *Manual de Derecho Bancario*. Tradução de Mario Alberto Bonfanti. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1994, p. 13. Tradução livre retirada da tradução argentina.

### 3. O Mercado Financeiro e o Interesse Público.

Mercado, na conceituação de Petrelli J. Gastaldi, é:

Em sentido genérico o local onde se encontram produtores e consumidores de determinada zona ou região econômica. No seu significado econômico quer referir-se à situação de continuado ajustamento entre a oferta, realizada ou possível, de bens e serviços e a demanda, efetiva ou esperada, desses mesmos bens e serviços.<sup>63</sup>

Hoje em dia, quando se pensa em mercado de qualquer produto ou serviço, não se está referindo (embora algumas vezes isso possa ocorrer) ao lugar físico da ocorrência das trocas, como as feiras medievais, mas sim à segunda acepção colocada pelo autor supra referido, isto é, ao ambiente negocial de contínua relação dos seus integrantes.

No caso do mercado financeiro, o produto negociado é, basicamente, o crédito. Embora alguns considerem o mercado financeiro como atividade bancária e o mercado de capitais,<sup>64</sup> entendemos tratar-se de atividades diversas, ambas integrantes do sistema financeiro.

Nelson Eizirik<sup>65</sup> bem assevera que o mercado financeiro não é o único segmento por onde valores e créditos circulam e onde a poupança popular está envolvida, sendo um dos componentes do sistema financeiro nacional. O autor divide esse sistema em quatro subsistemas: (a) o subsistema do crédito (mercado financeiro), (b) subsistema de capital, onde circulam valores mobiliários, (c) subsistema

---

63 GASTALDI, Petrelli J. *Elementos de Economia Política*. 15ª. ed. São Paulo: Saraiva, 1992, p. 189.

64 *Ibidem*. p. 195.

65 EIZERIK, Nelson. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 151.

monetário (open market) onde se realizam operações com títulos do governo, e (d) subsistema cambial, onde são realizadas operações de curto prazo de compra e venda de moeda estrangeira, com a intermediação das instituições autorizadas.

A inter-relação dos subsistemas é intensa e a crise em um deles pode, e comumente irá, afetar os demais.

Podemos, da função dos bancos de intermediar, ou mobilizar o crédito, levando-se em conta que ele se coloca entre os que possuem recursos disponíveis e os que procuram o crédito, retirar os caracteres do mercado financeiro.

Na sociedade moderna, com a importância notória de se possuir capital para investir e consumir, com a existência de muitas pessoas (físicas e jurídicas) necessitando de crédito, aliado ao fato de outras pessoas terem disponíveis recursos excedentes, surgiu naturalmente um mercado para que os necessitados procurassem o crédito onde os recursos estavam disponíveis.

Isto poderia ocorrer com o encontro das partes diretamente, e às vezes efetivamente ocorre. No entanto, em razão das peculiaridades da moeda e do crédito, o mercado onde os necessitados vão procurar o crédito é o da intermediação, realizada por meio dos bancos.

Mercado financeiro, portanto, é o da intermediação de crédito realizado por meio dos bancos.

Roberto Quiroga Mosquera,<sup>66</sup> com muita propriedade, define o mercado financeiro como sendo:

O mercado da intermediação bancária ou intermediação financeira. Caracteriza-se pela interposição da entidade financeira entre aqueles que têm recursos disponíveis e aqueles que necessitam de crédito. A instituição financeira aparece como cap-

---

66 MOSQUERA, Roberto Quiroga. Op. cit., p. 17.

tadora de dinheiro junto ao público, para posterior cessão desses valores àqueles que precisam de financiamento. Daí porque tal mercado também é denominado mercado de crédito.

A atividade bancária desenvolvida no mercado financeiro possui algumas características, que a diferenciam das demais atividades comerciais, justificando o tratamento diferenciado a ela dirigido pelo ordenamento jurídico.

A primeira delas é o seu objeto, o dinheiro que, como observou John Kenneth Galbraith, interessa a todos. Por sua capacidade de criar moeda escritural e de influir no sistema monetário, a atividade bancária espalha seus efeitos sobre toda a sociedade.

Um sistema monetário estável é o ponto de partida para o desenvolvimento social constitucionalmente previsto. Não que seja um fim em si mesmo, mas é uma condição para que as diretrizes constitucionais sejam atingidas. A estabilidade da moeda foi a bandeira responsável pela eleição e pela reeleição do Presidente Fernando Henrique Cardoso, numa clara demonstração da sua importância no cotidiano de toda a população.

O desequilíbrio monetário gera a inflação com todos os efeitos maléficos que ela traz.

Um mercado financeiro instável e em crise causa o descompasso monetário e, por consequência, o processo inflacionário, atingindo a sociedade como um todo. Esta é, portanto, mais uma razão pela qual a atividade bancária é extremamente regulamentada e fiscalizada.

Conforme já exposto, a atividade bancária desenvolve o importante papel de intermediar o crédito. Assim é ela que promove a alocação de recursos na sociedade, isto é, capta dinheiro da porção superavitária e empresta para o contingente deficitário.

No sistema capitalista, baseado no binômio produção-consumo, essa alocação é fundamental. Sem ela, o processo econômico

não se realizaria, pois faltaria capital tanto no setor produtivo, quanto no consumidor.

Uma crise bancária afeta, de forma inexorável, o processo alocativo, causando a paralisação da economia. Assim, é primordial para a sociedade que o fluxo de capital permaneça normalizado, o que depende de um bom funcionamento do mercado financeiro.

Os bancos, também, fazem parte do sistema de pagamento do país, sendo certo que, em caso de problemas bancários, o sistema, essencial para a atividade econômica e social, seria paralisado.

Por fim, o controle do mercado financeiro é um meio eficaz de condução da política econômica. É por meio dele que o Governo implementa boa parte da sua política pública.

Exemplificativamente, o Governo aumenta ou reduz a base monetária, causando o aumento, ou a diminuição do consumo, influi na taxa de juros tendo consequências tanto na produção-consumo quanto na sua própria dívida interna.

Eros Roberto Grau<sup>67</sup> afirma que, por ser um instrumento de política econômica, pelo qual o Estado comanda a política monetária e creditícia, a atividade dos integrantes do sistema financeiro nacional, entre eles os bancos, é de “interesse geral”.<sup>68</sup> Destaca o autor que toda a atividade dessas instituições está subordinada e deve estar adequada à política governamental, para a realização de resultados econômicos que reflitam no desenvolvimento social. Segundo o autor:

---

67 GRAU, Eros Roberto. Liquidação e Intervenção em Instituição Financeira – Anulação de Ato Administrativo Complexo – Discricionariedade e Revisão Judicial. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 203, jan. 1996, p. 387-406.

68 A expressão interesse geral parece ter sido usada no sentido lato de interesse público, como adiante considerado, como de toda a sociedade, não do Estado como pessoa jurídica. Rodolfo de Camargo Mancuso considera as expressões “interesse social”, “interesse geral” e “interesse público” como sinônimas. Cf. MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Interesses Difusos – Conceito e Legitimação para Agir*. 3ª. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1994, p. 29.

*“Isso importa em que essas entidades façam as vezes de “longa manus” do Estado, na implementação de suas políticas públicas”.*<sup>69</sup>

Além disso, conforme anteriormente exposto, uma crise no mercado financeiro se alastraria para os mercados correlatos (de capitais e cambial), causando enormes prejuízos para a sociedade.

Acrescente-se, ainda, que diferentemente de outras áreas, o consumidor da atividade bancária não tem, em regra (excetuando-se grandes investidores), capacidade de avaliação do desempenho futuro do banco,<sup>70</sup> o que justifica, mais uma vez, a grande intervenção do Estado em sua defesa.

A regulamentação desse mercado também justifica-se, pois mais do que qualquer outro, ele está totalmente baseado na credibilidade, como anteriormente exposto. Um simples arranhão nessa confiança, um rumor, ou boato, pode ser o estopim de uma crise. E, no mercado financeiro, a crise de um agente contagia, muitas vezes, os demais.

Fran Martins<sup>71</sup> bem asseverou que é devido à solidez dos bancos que o público executa os depósitos, o que, obviamente, possibilita os recursos a serem emprestados àqueles que necessitam de crédito.

Charles P. Manias Kindleberger, ao historiar as crises financeiras, incluindo o mercado bancário e de capitais, aponta que as palavras que descrevem o início das crises são *“agitação, apreensão, tensão, aperto, incerteza, fragilidade”*<sup>72</sup>, palavras ligadas nitidamente a um sentimento de desconfiança.

---

69 GRAU, Eros Roberto. Op. cit., p. 390.

70 LUNDBERG, Eduardo Luís. Rede de Proteção e Saneamento do Sistema Bancário. In: SADDI, Jairo (Org.). *Intervenção e Liquidação Extrajudicial no Sistema Financeiro Nacional – 25 Anos da Lei 6.024/74*. São Paulo: Textonovo, 1999, p. 29-51.

71 MARTINS, Fran. Op. cit., p. 484.

72 KINDLEBERGER, Charles P. *Manias, Pênicos e Crashes – Um Histórico das Crises Financeiras*.

A regulamentação estatal e, principalmente, a supervisão da atividade bancária, são requisitos indispensáveis para atrair a confiabilidade ao sistema.

O bom funcionamento do mercado financeiro é imprescindível para a economia e para o desenvolvimento social.<sup>73</sup>

Com efeito, insista-se, o valor depositado nos bancos não existe à disposição de todos os depositantes em moeda legal. E isso é fato notório. O que tranquiliza os depositantes é saber que nem todos irão ao banco retirar seu dinheiro ao mesmo tempo, e que, quando precisarem sacar algum valor, por ser este pequeno em relação ao valor da totalidade dos depósitos, o dinheiro estará lá.

É, pois, uma questão de confiança no sistema bancário como um todo e no banco em si. Caso esta confiança se quebre e todos se dirijam ao banco para sacar seu dinheiro, no que se denomina “corrida ao banco”, o banco não poderá honrar seus compromissos e “quebrará”.

---

ras. Tradução de Vania Conde, Viviane Castanho. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000, p. 122.

73 Clara e precisa a lição de Luiz Alfredo Paulin: “Constata-se, assim, que a economia não prescinde do bom funcionamento, sequer, por um minuto, do sistema financeiro operativo. Logo, é vital para o Estado que este setor esteja operando, de forma perfeita. E, para que isso ocorra, ou seja, para que as instituições financeiras desempenhem, a contento, estas duas funções as quais, repita-se, são essenciais para a economia do país, é condição sine qua non que haja, por parte de toda a população profunda confiança no sistema. De fato, somente a partir disso é que, previsivelmente, a poupança popular será carreada aos intermediários financeiros, possibilitando, via de consequência, que haja direcionamento de recursos para atividades produtivas e, ainda, possibilitando a implementação de políticas econômicas. E, neste momento, adentra-se ao ponto fulcral do assunto. Como é propedêutico, na hipótese de uma instituição financeira deixar de adimplir suas obrigações, as consequências deste seu ato não se encerram em si mesma. Antes, pelo contrário. Deixando uma instituição financeira de cumprir suas obrigações, não poucas vezes, uma crise de desconfiança se abate sobre os investidores, fazendo com que estes, irracionalmente, procurem sacar recursos depositados em outros entes. Com isto, há um perigo, não desprezível, de a crise se alastrar levando o sistema a uma situação caótica. E, como já se disse, ad nauseam, a economia não pode prescindir do bom funcionamento das instituições financeiras.” (PAULIN, Luiz Alfredo. Conceito de Intervenção e Liquidação Extrajudicial. In: SADDI, Jairo (Org.). *Intervenção e Liquidação Extrajudicial no Sistema Financeiro Nacional – 25 Anos da Lei 6.024/74*. São Paulo: Textonovo, 1999, p. 125).

A existência de um regime específico para as instituições financeiras no tocante à fiscalização de suas atividades e, em especial, aos modos diferenciados de atuação no caso de problemas de solvabilidade decorrem, obviamente, da intenção de proteger-se determinado interesse que demanda esta especial proteção. Qual este interesse?

Com uma breve recapitulação de uma crise financeira, pode-se procurar a resposta a esta pergunta.

O sistema todo funciona, como já exposto, baseado na confiança dos depositantes de que, quando necessário, o dinheiro que foi depositado estará à disposição, mesmo que seja de conhecimento dele que o dinheiro de todos não se encontra disponível ao mesmo tempo.

Com a quebra de um banco, pode ocorrer que depositantes de outros bancos, desconfiados da condição operacional de seu banco ou do sistema em si, procurem antecipar-se a uma crise e retirar seu depósito o mais rápido possível, pois sabem que não existe todo o dinheiro depositado para retirada. Na forma popular, quem chegar primeiro leva.

Após o início da corrida bancária, mesmo aqueles que não tinham perdido a confiança começam a perceber que, se o volume de saque for muito grande e se ele não providenciar a retirada do seu depósito enquanto o banco ainda o possui, ele será o prejudicado, e passa a correr para retirar seu dinheiro, gerando o efeito “dominó”.

Com o agravamento da crise, pode ocorrer do sistema todo entrar em colapso, causando quebras sucessivas e um descontrole monetário e creditício.

Com o descontrole monetário vem a inflação, o desemprego e todos os tipos de tumultos sociais, causando prejuízos para os particulares e para o Estado, que também participa do sistema bancário e o utiliza como instrumento de implementação de política econômica, lesando, enfim, toda a sociedade.

Assim, uma crise bancária pode causar danos aos depositantes, ao Estado, e até mesmo a não depositantes (pessoas que não utilizam o sistema bancário), que sofrerão as consequências da crise econômica.

O primeiro interesse afetado é o individual de cada depositante da instituição bancária, que pode ter seu depósito bloqueado e ficar sujeito ao concurso de credores para receber os valores depositados.

Obviamente, não foi com intuito de proteger este interesse meramente individual, que é também defendido por via reflexa, que a lei preocupou-se em dar tratamento jurídico diferenciado ao sistema bancário.

A situação do depositante da instituição em crise, individualmente considerado, não se distingue em nada da do credor de uma empresa não financeira, que pode vir a ter um prejuízo econômico em caso de falência da mesma. O simples prejuízo decorrente de uma relação comercial não exige um procedimento diferente que o falimentar regulado pelo Decreto-Lei nº 7.661/45.

Portanto, não é o interesse individual do depositante o visado pelo ordenamento ao dar tratamento especial aos bancos.

As condições acima mencionadas apontam no sentido de ser o interesse da sociedade o que é protegido pela supervisão bancária.

Roberto Senise Lisboa<sup>74</sup> assevera que o interesse pode ser público em razão de sua natureza ou por disposição legal, sendo aquele o interesse público material e este o formal. No caso sob análise, os dois sentidos se configuram, como abaixo demonstrado.

Quanto ao interesse público material, é cristalino que as consequências da quebra do sistema sobre toda a sociedade, já expostas,

---

74 LISBOA, Roberto Senise. *Contratos Difusos e Coletivos*. 2ª. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000, p. 57.

não deixam margem a dúvidas quanto a sua presença, isto é, o interesse protegido, no caso em tela, é público por sua natureza.

No sentido formal, consistente na disposição do legislador de que um determinado interesse seja público, as disposições constitucionais mostram claramente a preocupação do legislador brasileiro.

Em primeiro lugar, assevere-se que os objetivos traçados no artigo 3º inciso II, III e IV da Constituição Federal, de alcançar o desenvolvimento nacional, a erradicação da pobreza e a redução das desigualdades sociais e promoção do bem de todos têm como condição de executoriedade uma economia estável e um mercado bancário eficiente. Não está se dizendo que só isso garante a consecução desses objetivos, e a atual situação prova que não é suficiente, mas apenas com isso é que será possível dar os passos seguintes, que garantam o cumprimento dos objetivos constitucionais.

Prova disso, é que a Constituição, em vários dispositivos, faz menção à regulação e fiscalização do mercado financeiro e a questões monetárias.

A Carta Magna no artigo 163, inciso V determina que lei complementar disporá sobre a fiscalização das instituições financeiras,<sup>75</sup> no artigo 164 regula a emissão de moeda pelo Banco Central e no

---

75 O senador José Serra apresentou em 1997, projeto de emenda constitucional que revoga o inciso V do artigo 163 da Constituição. Em sua justificativa o senador, que fez parte da Comissão do Sistema Tributário, Orçamento e Finanças na constituinte expõe que a redação original do dispositivo, situado no capítulo sobre finanças públicas era a seguinte: “V — fiscalização financeira” isto é, a fiscalização de atos relativos à administração financeira pública, ou seja, fiscalizar financeiramente a administração pública. *A alteração posterior, segundo o senador, desfigurou o texto. A redação atual, disse o senador: “distorceu completamente o sentido do inciso que, vale a pena repetir, tratava de norma dirigida à fiscalização da administração pública e não à fiscalização das instituições financeiras.”* Assevere-se que o projeto pretende, ainda, revogar grande parte do artigo 192 para possibilitar sua regulamentação por partes e não por inteiro, como entendeu o STF deverá ocorrer, sob pena de, no entender do senador, tornar quase impossível uma tarefa que já era complexa, regular o sistema financeiro nacional. A justificativa e o projeto encontram-se disponíveis na *Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, jan/abr. 1998, p. 169-176. (grifos do autor).

artigo 192 dispõe sobre o sistema financeiro nacional visando o desenvolvimento do país e os interesses da coletividade determinando, em seus incisos, que lei complementar regulará a autorização para funcionamento das instituições financeiras (I), a organização do Banco Central e de sua diretoria (II e III), a criação de fundo de seguro para proteção da economia popular (VI).

É cediço, portanto, que a regulamentação e fiscalização da atividade bancária constituem uma determinação constitucional, pois o legislador entendeu, dada a sua natureza, serem essas atividades de interesse público.

Giacomo Molle<sup>76</sup> afirma, tendo em vista a lei italiana, mas que se aplica ao caso brasileiro, que a atividade bancária não se exerce livremente, mas que se enquadra num ordenamento de direito público, inspirado no princípio de que as funções exercidas são funções de interesse público. Alguns autores entendem tratar-se de interesse difuso.<sup>77</sup>

Rodolfo Camargo Mancuso<sup>78</sup> considera que os interesses difusos excedem ao interesse público ou geral, pois estes dizem respeito ao cidadão, ao Estado, ao direito e aqueles ao homem, à nação, ao justo, referindo-se a uma gama indefinida de indivíduos e a cada qual deles. (grifos nossos)

---

76 MOLLE, Giacomo. Op. cit., p. 13.

77 Péricles Prade, após conceituar o interesse difuso como aqueles: “titularizados por uma cadeia de pessoas, ligadas por vários vínculos fáticos exurgidos de alguma circunstancial identidade de situação, passíveis de lesões disseminadas entre todos os titulares, de forma pouco circunscrita e num quadro de abrangente conflituosidade”, exemplifica esse interesse, como sendo, entre outros: “d) interesse em não ser atingido por publicidade mascarada ou práticas fraudulentas de efeitos massivos (fraudes comerciais, bancárias e financeiras de conseqüências lesivas em massa, envolvendo os white collar crime). Todos esses interesses (o rol não comporta *numerus clausus*) são pertinentes a uma série aberta de indivíduos (ver-seá adiante), independentemente da existência de qualquer associação ou agrupamento intermédio.” (grifos nossos). PRADE, Péricles. *Conceito de Interesses Difusos*. 2ª. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1987, p. 48.

78 MANCUSO, Rodolfo de Camargo. Op. cit., p. 69.

## **Conclusão.**

Pelo exposto, não há óbice a que tanto um quanto outro interesse supra definidos estejam sendo protegidos. Pode-se dizer, então, que o interesse tutelado pela regulamentação e fiscalização da atividade bancária é tanto o interesse público, ou geral, pois uma crise afetaria diretamente o Estado, o cidadão, como os interesses difusos do contingente indefinido de pessoas, que seria prejudicado por um eventual colapso no sistema.

O Estado, portanto, não poderia deixar este mercado financeiro funcionar sem uma estrita regulamentação.

Este mercado, então, está envolto por um arcabouço jurídico detalhado, um ordenamento que visa tutelar o público poupador e a estabilidade das instituições.<sup>79</sup> Para evitar o perigo da crise bancária existe um sistema de proteção do sistema bancário, que será alvo do capítulo seguinte.

Assim, pode-se dizer que a atividade bancária dos bancos comerciais envolve o interesse público, não só pela grande influência exercida na situação monetária, com a criação da moeda escritural, pelo papel de viabilização de alocação de recursos vital ao capitalismo, mas, também, por ser utilizada como instrumento na condução da política econômica do Estado e por tratar com uma massa enorme de poupadores.

Em razão disso, tal atividade é visualizada de forma diferenciada, com grande regulamentação e fiscalização. Todo o processo de interpretação das normas ligadas à regulação e fiscalização da atividade bancária deve sempre ter como base a defesa desse interesse público.

---

79 MOSQUERA, Roberto Quiroga. Op. cit., p. 20.

# **A ALIENAÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIA COMO REMÉDIO CONCORRENCIAL: REFLEXÕES SOBRE SEUS LIMITES E A NECESSÁRIA CONCILIAÇÃO ENTRE INTERESSES PÚBLICOS E PRIVADOS<sup>1</sup>**

**SALE OF CORPORATE CONTROL AS AN ANTITRUST REMEDY:  
SOME THOUGHTS ON ITS LIMITS AND THE NECESSARY  
CONCILIATION BETWEEN PUBLIC AND PRIVATE INTERESTS**

*Alexandre Couto Silva  
Ricardo Villela Mafrá Alves da Silva*

*Resumo:* O presente estudo visa a analisar os principais aspectos da alienação do controle de companhia como remédio concorrencial, tendo em vista os interesses públicos e privados envolvidos. São levados em consideração, ainda, os limites dos remédios concorrenciais, suas características e seus parâmetros de adequabilidade, necessidade e proporcionalidade.

*Palavras-chave:* Alienação do Controle de Companhia. Remédios Concorrenciais. Política Concorrencial. Defesa da Concorrência.

*Abstract:* This study addresses the main aspects of the sale of corporate control as an antitrust remedy, taking into account the public and private interests involved. It will consider the limits of the antitrust remedies, its characteristics and parameters of adequability, necessity and proportionality.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 30.11.2018 e aceito em 13.12.2018.

*Keywords:* Sale of Corporate Control. Antitrust Remedies. Antitrust Policy. Competition Defense.

*Sumário:* Introdução. 1. Os remédios concorrenciais e o direito de propriedade. 2. Os remédios concorrenciais no mercado brasileiro. 3. A política de defesa da concorrência e propriedade privada. 4. Alienação do controle societário e direito dos acionistas. 4.1. Poder de controle. 4.2. O controle societário e sua relevância para o direito concorrencial. 4.3. Os direitos dos acionistas minoritários na alienação de controle. 4.3.1. Alienação de controle de companhia aberta e o direito de venda conjunta. 4.3.2. As reorganizações societárias e o direito de retirada. 4.3.3. Restrição à alienação de ações com base em acordo de acionistas. 5. Direitos dos acionistas na alienação de controle determinada pelo CADE e proporcionalidade do remédio concorrencial. Conclusão.

## **Introdução.**

As atividades empresariais, no início no final da década de 1990 e início dos anos 2000, possuíam dois mercados principais no mundo quanto ao relacionamento do Estado e da companhia: alguns governos liberavam as companhias e desregulavam os mercados, liberando barreiras comerciais e privatizando companhias de controle estatal; outros procuraram formas de intervir e dirigir as companhias para objetivos e interesses sociais<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Micklethwait e Wooldridge analisam a migração do capitalismo do bem-estar social para o neoliberal, com o seu característico movimento de desregulação, e os efeitos dessa transfor-

Nos mercados sujeitos a maior intervenção do Estado, principalmente na Europa, a burocracia aumentou em busca do bem comum e do interesse social. As agências reguladoras nesses mercados foram mais intrusivas<sup>3</sup>. A proteção ao social foi maior, elevando os custos de transação para a atividade empresarial. As agências reguladoras aparecem com o papel de proteção dos direitos sociais nesses mercados<sup>4</sup>.

Por outro lado, nos mercados liberais, no final da década de

---

mação sobre a companhia. Assim, “[i]n the early 1970s, big companies were expected to play a pivotal role in supporting the postwar consensus. In return for economic stability and social peace, they were expected to look after other stakeholders. But that consensus was beginning to get more burdensome. The economy in many countries was in wretched state. Unions had seldom been more powerful: in 1974, the miners toppled Britain’s Conservative government. And even in America, governments kept introducing bothersome rules. In 1971, Richard Nixon introduced controls on wages and prices. His administration also launched affirmative action and established some of the country’s most powerful regulatory agencies, such as the Environmental Protection Agency and the Occupational Safety and Health Administration. The deregulatory revolution began in Britain, where Margaret Thatcher was swept to power in 1979 by a wave of resentment over strikes and stagflation. Privatization was such a radical idea that the Tories scarcely mentioned it in their 1979 manifesto, and the government initially flirted with “corporatization” – making public companies act more like private ones. Eventually, Thatcher and her guru, Keith Joseph, rejected the idea as insufficient – like trying to ‘make a mule into a zebra by painting stripes down its back’. The mules had to be put back in the private sector” (MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. *The company: a short story of a revolutionary idea*. New York: Modern Library, 2005, p. 126).

3 “Nesse contexto, o exercício, no Estado Social, de uma ação sistemática do setor público sobre a economia através de planos políticos, econômicos, justiça social e desenvolvimento como ideais sociais é o que o caracteriza” (SILVA, Alexandre Couto. Anotações sobre a evolução histórica das anônimas: concentração econômica. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). *Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 407).

4 No Brasil, a preocupação com questões sociais influenciou também a visão sobre a companhia, o que resultou na ideia, utilizada por alguns, de “responsabilidade corporativa”. Alexandre Chede Travassos destaca a inclusão desse conceito no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), ressaltando, no entanto, “diferentemente da função social das empresas, a responsabilidade social corporativa não é exigível juridicamente, por tratar-se de um dever moral” (TRAVASSOS, Alexandre Chede. Responsabilidade social das empresas: um enfoque atual. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). *Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 387).

1990 e início dos anos 2000, as agências passaram a ter um papel mais relevante. Apesar de o Estado não estar presente ativamente na atividade empresarial como motor da economia, passou a regular os setores de saúde, segurança, meio ambiente, consumidores e direitos dos empregados<sup>5</sup>.

A premissa de que as companhias deviam ser geridas em proveito exclusivo do lucro dos acionistas foi relativizada em economias como Estados Unidos e Grã-Bretanha. O capitalismo regulador teve seu maior impacto no setor social. Entretanto, em períodos anteriores, as pressões populares impuseram a intervenção dos monopólios. Nos Estados Unidos, a inovação do *Sherman Act*, de 1890, estabeleceu uma definição dos monopólios, proibindo conspirações em restrição do comércio<sup>6</sup>. Em 1913, foi instituído o Banco Central – FED, reduzindo o poder do *trust* financeiro. Posteriormente, em 1914, o *Clayton Act* restringiu a interligação das administrações que prejudicasse o comércio.

Entretanto, a companhia provou sua relevância e importância no desenvolvimento da economia. Com a ascensão da escola de Chicago, que coincidiu com (e motivou) o processo de desregulação da economia americana a partir da década de 1980, muitas das práticas anteriormente tidas como anticompetitivas tiveram sua eficiência reconhecida<sup>7</sup>. Assim, os grandes conglomerados aprenderam que com

---

5 “Consumers had to be protected, safety standards had to be met, and products (including, famously, the banana) had to be defined. According to the British government’s own regulatory impact assessments, the European working-time directive alone, which set a maximum forty-eight-hour week, was costing the country’s businesses more than £2 billion a year by 2001” (MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. Op. cit. p. 149).

6 Conforme disposto na Section 1 do Sherman Act, “[e]very contract, combination in the form of trust or otherwise, or conspiracy, in restraint of trade or commerce among the several States, or with foreign nations, is declared to be illegal”.

7 Dois dos maiores representantes, no âmbito do direito da concorrência, da Escola de Chicago são Robert Bork e Richard Posner. Bork se destacou por demonstrar que a legislação concorrencial, conforme interpretada pela Suprema Corte americana, prejudicava a própria concorrência, ao considerar ilegais determinadas práticas capazes de gerar eficiências econô-

diplomacia conseguiriam manter suas estruturas pela admiração da pujança dessas grandes corporações.

No Brasil, a defesa da concorrência foi objeto de leis e normas esparsas, preocupadas especialmente com preços abusivos<sup>8</sup>. A Lei nº 4.137/1962 foi a primeira a sistematizar normas de defesa da concorrência de forma coesa, além de ter criado o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”). O órgão foi posteriormente transformado em autarquia federal, pela Lei nº 8.884/1994, e teve seus poderes ampliados após a sua reestruturação pela Lei nº 12.529/2011.

Os remédios concorrenciais são medidas que o CADE<sup>9</sup> pode adotar para neutralizar danos ao mercado (existentes ou potenciais), resultantes de atos e contratos entre agentes econômicos<sup>10</sup>. Essas medidas são utilizadas como punição – no caso de processos administrativos de natureza sancionadora<sup>11</sup> – para eliminar os danos causados

---

micas (BORK, Robert H. *The antitrust paradox: a policy at war with itself*. 2ª. ed. New York: The Free Press, 1993). Posner, igualmente, destacou-se por defender a aplicação das normas concorrenciais com base na racionalidade econômica e teoria do preço (POSNER, Richard. *Antitrust law*. 2ª. ed. Chicago: The University of Chicago Press, 2001).

8 Com relação à evolução da legislação brasileira relacionada ao direito concorrenciais antes da década de 1960, *vide* JUNIOR, Ivo Teixeira Gico. *Cartel: teoria unificada da colusão*. São Paulo: Lex Editora, 2006, p. 29-36.

9 Conforme o art. 4º da Lei nº 12.529/2011, o CADE é autarquia federal de natureza judicante, com jurisdição em todo o território nacional.

10 Segundo a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (“OCDE”), “[r]emedies are used by competition agencies to resolve and prevent the harm to the competitive process that may result as a consequence of a merger. They allow for the approval of mergers that would otherwise have been prohibited, by eliminating the risks that a given transaction may pose to competition. As such, they play an essential role in the merger review process, and their careful crafting is of the utmost importance to the competition agencies carrying out the review” (OCDE. Remedies in Merger Cases. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/RemediesinMergerCases2011.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2015).

11 Na terminologia da Lei nº 12.529/2011, esses processos são denominados “processo administrativo para imposição de sanções administrativas por infrações à ordem econômica” (*vide* art. 48, inciso III).

por determinada prática concorrencial, ou como forma de neutralizar os potenciais prejuízos de um negócio jurídico entre agentes econômicos, no caso de controle de atos de concentração.

Entre os diversos remédios concorrenciais disponíveis ao CADE está a alienação do controle acionário de sociedades. Essa medida, além de afetar de forma relevante o direito patrimonial das partes, pode também afetar direitos de terceiros.

O objetivo deste trabalho será analisar a utilização da alienação do controle acionário como remédio concorrencial pelo CADE, especialmente do ponto de vista da sua efetividade e de seus efeitos na esfera patrimonial dos agentes econômicos. O estudo terá o foco voltado para a alienação do controle acionário de companhias, em razão de sua regulamentação mais minuciosa pela Lei nº 6.404/1976 (“Lei de Sociedades Anônimas” ou “LSA”); no entanto, algumas das conclusões podem também ser aplicáveis à alienação do controle de outros tipos de sociedade, como a sociedade empresária limitada.

Para a correta compreensão do tema, é necessário analisar os fundamentos públicos da política de defesa da concorrência (especificamente com relação aos remédios concorrenciais) e a sua relação com direitos de natureza privada, os direitos garantidos pela legislação societária na alienação do controle acionário, assim como as características, natureza e limites dos remédios concorrenciais.

## **1. Os remédios concorrenciais e o direito de propriedade.**

O direito da concorrência é um dos instrumentos de que o Estado dispõe para intervir no mercado e promover ações corretivas, implementando políticas públicas<sup>12</sup> com a finalidade de prote-

---

12 A política concorrencial não deve ser interpretada como um regramento do mercado – visto que a Constituição Federal de 1988 estabeleceu o livre mercado como premissa – mas sim como

ger e preservar o modelo econômico de livre mercado<sup>13</sup> disposto na Constituição Federal<sup>14</sup>. É necessário esclarecer, em primeiro lugar, que o poder de polícia conferido<sup>15</sup> aos reguladores, mais especificamente ao CADE, para intervir em relações privadas é condi-

---

um instrumento para evitar abusos de poder econômico e restrições artificiais à concorrência. Portanto, “é importante afirmar que o conceito de política de concorrência é distinto do de regramento da concorrência. Nos termos deste texto, denominamos política de concorrência a conjunção de: (i) a prática das autoridades da concorrência e tribunais que, interpretando e aplicando o conjunto de normas vigentes para perseguir determinado objetivo, confere um caráter dinâmico às regras antitruste, (ii) a edição de normas em abstrato tenham impacto sobre mercados livres ou regulados (i.e. política legislativa) e, por último, (iii) aos critérios governamentais que pautam a alocação de recursos a uma ou a outra prioridade, sobre as quais, discricionariamente, pode dispor qualquer autoridade de concorrência. Nesse contexto, define-se a política de concorrência como espécie de política pública. E, como tal, há de ter um objetivo” (GOLDBERG, Daniel. *O poder de compra e política antitruste*. São Paulo: Editora Singular, 2006, p. 28).

13 Conforme aponta José Afonso da Silva, “aqui, como no mundo ocidental em geral, a ordem econômica consubstanciada na Constituição não é senão uma forma econômica capitalista, porque ela se apoia inteiramente na apropriação privada dos meios de produção e na iniciativa privada (art. 170)” (SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 24ª. ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 788). Para os fins deste estudo, no entanto, considerar-se-á que o sistema econômico capitalista está fundamentado na Constituição Federal de 1988 não na apropriação dos meios de produção – já que esta não é substância da proteção à propriedade privada –, mas sim nos princípios da livre concorrência e livre iniciativa, valores tipicamente identificados com a lógica da forma de produção capitalista.

14 Especialmente os princípios da livre concorrência e livre iniciativa (art. 170, inciso IV e parágrafo único, respectivamente, da Constituição Federal de 1988), assim como o princípio da repressão ao abuso de poder econômico, disposto no art. 173, § 4º, da Constituição Federal de 1988.

15 Como restará claro ao longo do presente trabalho, entende-se que o poder de atuação do CADE para intervir em relações privadas deve obedecer aos limites estritamente necessários para garantir a preservação da livre concorrência e livre iniciativa. A atuação do CADE deve ser vista, portanto, de forma funcional e condicionada. Qualquer tipo de atuação fora destes parâmetros deverá ser considerado ilegal e ilegítimo. Assim, adotar-se-á o sentido estrito de poder de polícia preceituado por Celso Antônio Bandeira de Mello, segundo o qual o poder de polícia relaciona-se “unicamente com as intervenções, quer gerais e abstratas, como os regulamentos, quer concretas e específicas (tais as autorizações, as licenças, as injunções), do Poder Executivo destinadas a alcançar o mesmo fim de prevenir e obstar ao desenvolvimento de atividades particulares contrastantes com os interesses sociais” (MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de direito administrativo*. 27ª. ed. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 822).

cionado à concretização dos preceitos constitucionais referentes à ordem econômica<sup>16</sup>.

O direito da concorrência é aplicado por meio do controle de estruturas, referente à análise prévia de negócios jurídicos capazes de afetar o mercado<sup>17</sup>, e pela repressão as condutas *ex post facto* que produzem ou possuem o potencial de produzir efeitos econômicos danosos<sup>18</sup>.

Com o objetivo de reestabelecer as condições de concorrência e neutralizar os efeitos danosos do poder econômico, o CADE pode adotar medidas corretivas, negociadas ou impostas<sup>19</sup>, tanto no âmbito

---

16 “Assim, pois, todos os institutos interessantes ao Direito Administrativo que dizem com a intervenção do Estado no domínio econômico e no domínio social haverá de consistir na aplicação concreta dos correspondentes comandos residentes na Constituição” (Ibidem. p. 791).

17 O controle de estruturas é fundamentado, principalmente, no art. 88 da Lei nº 12.529/2011: “[s]erão submetidos ao Cade pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente: I – pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais); e II – pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais)”. A análise de atos de concentração são analisados de forma prévia, o que significa dizer que sua eficácia fica condicionada à aprovação do CADE.

18 Conforme o art. 36 da Lei nº 12.529/2011: “[c]onstituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados: I – limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa; II – dominar mercado relevante de bens ou serviços; III – aumentar arbitrariamente os lucros; e IV – exercer de forma abusiva posição dominante”.

19 Além de poder impor restrições à realização de um ato de concentração, com base no art. 61 da Lei nº 12.529/2011, o CADE pode optar por negociar as restrições com as partes por meio de Acordo em Controle de Concentrações, com fundamento no art. 125 da Resolução do CADE nº 1/2012 (Regimento Interno). A solução negociada é preferida tanto pelo CADE quanto pelas partes de atos de concentração, em razão da efetividade e segurança jurídica que o Acordo em Controle de Concentrações propicia. O mesmo ocorre no caso de punição de prática anticompetitivas, no âmbito de processos administrativos. Nesses casos, o CADE pode negociar um Termo de Compromisso de Cessação com as partes, com base no art. 85 da Lei nº 12.529/2011.

do controle prévio de atos de concentração<sup>20</sup> como no da repressão de condutas anticoncorrenciais<sup>21</sup>.

As restrições impostas pelo CADE são denominadas “remédios concorrenciais”, pois visam a remediar situações potencialmente danosas ao mercado, à sociedade e aos consumidores; os remédios concorrenciais dividem-se, conforme sua natureza, em remédios comportamentais e estruturais.

A classificação segue a racionalidade da aplicação do direito concorrencial, que tanto pode controlar estruturas (atuação preventiva, referente ao controle de estruturas de mercado) como reprimir comportamentos (atuação repressiva)<sup>22</sup>.

---

20 As seguintes medidas são passíveis de serem adotadas pelo CADE (por meio de seu Tribunal Administrativo de Defesa Econômica), conforme o art. 61, § 2º, da Lei nº 12.529/2011: “I – a venda de ativos ou de um conjunto de ativos que constitua uma atividade empresarial; II – a cisão de sociedade; III – a alienação de controle societário; IV – a separação contábil ou jurídica de atividades; V – o licenciamento compulsório de direitos de propriedade intelectual; e VI – qualquer outro ato ou providência necessários para a eliminação dos efeitos nocivos à ordem econômica”.

21 O art. 38 da Lei nº 12.529/2011 permite que o CADE imponha as seguintes sanções: (i) a recomendação, às autoridades competentes, de concessão de licença compulsória de direito de propriedade intelectual de titularidade do infrator, quando a infração estiver relacionada ao uso desse direito; (ii) a recomendação, às autoridades competentes, para que não seja concedido ao infrator parcelamento de tributos federais por ele devidos ou para que sejam cancelados, no todo ou em parte, incentivos fiscais ou subsídios públicos; (iii) a cisão, transferência do controle societário, venda de ativos ou cessão parcial de atividade; (iv) proibição de exercício do comércio; e (v) qualquer outro ato ou providência considerado necessário para a eliminação dos efeitos danosos.

22 A similaridade das classificações não ocorre por acaso, visto que o direito concorrencial tem como foco coibir o processo de monopolização artificial, seja por meio da concentração da estrutura do mercado, seja por meio de comportamentos anticoncorrenciais, sem a criação de benefícios e eficiências econômicas (a ressalva é importante, pois a obtenção de monopólio pela superior eficiência econômica do agente é expressamente excluída do âmbito de punibilidade do direito concorrencial, por força do art. 36, § 1º, da Lei nº 12.529/2011). Nesse contexto, Hovenkamp afirma que “[a]ntitrust law’s concern with this process of monopolization, rather than merely with the outcome, is quite apparent from the statutory scheme. The law of monopolization requires not only a monopoly position, but also the commission of one or more anticompetitive ‘exclusionary practices,’ thus signaling that the process by which monopoly is to be created determines its legality” (HOVENKAMP, Herbert. *Federal Antitrust Policy: the law of competition and its practice*. 3ª. ed. St. Paul: West Publishing Co., 2005, p. 19).

Nesse sentido, os remédios estruturais têm o escopo de promover a desconcentração do mercado – por meio da cisão de sociedades, venda de ativos, licenciamento de direitos, dentre outros<sup>23</sup> – com o objetivo de criar espaço para o desenvolvimento de outros concorrentes e preservar eficiências<sup>24</sup>. Os remédios comportamentais, por sua vez, impõem obrigações de fazer ou não fazer às partes<sup>25</sup>, de modo a corrigir eventual distorção causada pelo poder de mercado<sup>26</sup>.

---

23 Assim, a OCDE define os remédios estruturais como aqueles que implicam na alienação de algum ativo. “Structural remedies may include both the sale of a physical part of a business or the transfer or licensing of intellectual property rights. They can be imposed either as a condition precedent to a merger, or their completion may be required within a certain period from the approval of the merger” (OCDE. *Remedies in Merger Cases*. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/RemediesinMergerCases2011.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2015).

24 Referindo-se aos Termos de Compromisso de Desempenho, que foram substituídos na Lei nº 12.529/2011 pelo Acordo em Controle de Concentrações, Felipe Moreira dos Santos Ferreira afirma que “[t]ais compromissos não devem mitigar as eficiências do ato de concentração, ao contrário, haja vista que a possibilidade de celebração do TCD surge exatamente como uma forma de possibilitar que a operação se concretize e, assim, essas eficiências sejam alcançadas, afastando as eventuais ofensas à concorrência, seja para preservá-la, seja para restabelecê-la” (FERREIRA, Felipe Moreira dos Santos. Caso Ambev: desinvestimento e liberdade de indicação de comprador para os ativos a serem alienados. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de; RUIZ, Ricardo Machado (Orgs.). *Remédios antitruste*. São Paulo: Singular, 2011, p. 258).

25 A Lei nº 12.529/2011 confere ao CADE relevante discricionariedade para impor remédios comportamentais, na medida em que o art. 61, § 2º, IV, e o art. 38, VII, permitem que a autarquia imponha “qualquer outro ato ou providência necessários para a eliminação dos efeitos nocivos à ordem econômica”. O Departamento de Justiça Norte-Americano (“DOJ”), no entanto, cita alguns dos remédios mais utilizados: (i) *chinese walls*, ferramenta utilizada para evitar o vazamento de informações de uma parte à outra; (ii) vedação ao tratamento econômico discriminatório; (iii) licenciamento compulsório de direitos de propriedade intelectual; (iv) obrigações de transparência de informações; (v) vedação à retaliação; e (vi) proibição de certas práticas contratuais (DEPARTMENT OF JUSTICE; FEDERAL TRADE COMMISSION. *Antitrust Policy to Merger Remedies*. Disponível em: <http://www.justice.gov/>. Acesso em: 4 abr. 2015).

26 “Behavioural remedies, on the other hand, are always forward looking in that they consist of limits on future business behaviour or an obligation to perform a specific prescribed conduct for a given, sometimes considerable, period of time following the consummation of the merger. They often consist of non-discrimination obligations, firewall provisions or non-retaliation or transparency provisions or contracting limitations” (OCDE. *Remedies in Merger Cases*. Dispo-

Deve-se ressaltar que, assim como na aplicação do direito concorrencial – na qual as atuações preventiva e repressiva do órgão de defesa da concorrência são complementares, sem que uma exclua a outra<sup>27</sup> –, a divisão entre remédios comportamentais e estruturais não é rígida, na medida em que os dois tipos de restrição podem ser impostos em conjunto<sup>28</sup>.

Os remédios estruturais afetam diretamente o direito de propriedade de agentes econômicos. Além disso, por meio da aplicação de remédios comportamentais, a autonomia e a manifestação de vontade das partes também são afetadas, pois ficarão condicionadas ao cumprimento da obrigação imposta pelo CADE<sup>29</sup>. Portanto, os remé-

---

nível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/RemediesinMergerCases2011.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2015).

27 Calixto Salomão ressalta o caráter de complementariedade das disciplinas das condutas e das estruturas. Assim, segundo o autor, “[a] existência de um controle comportamental mais efetivo com relação a muitas empresas com poder de mercado só é possível graças ao controle estrutural. É o caso, por exemplo, das concentrações sujeitas a compromisso de desempenho. Nesses casos, a existência de um controle comportamental mais agressivo só se torna possível em função da existência de um controle estrutural” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito concorrencial*. São Paulo: Malheiros, 2013, p. 134).

28 Os chamados “remédios híbridos”, que comportam tanto medidas estruturais como medidas comportamentais, aplicadas em conjunto, são também mencionadas pelo DOJ como restrições possíveis de serem utilizadas. Assim, “[i]n some circumstances, the most effective remedy will include a combination of structural and conduct provisions. This may be the case, for example, when a merger involves multiple markets or products and competition is best preserved by structural relief in some relevant markets and by conduct relief in others. Or, a merger involving one type of market may require both structural and conduct relief. For example, for certain kinds of mergers an effective remedy might involve requiring the merged firm to divest certain customers’ contracts (structural relief) and also preventing abusive contracting practices (conduct relief)” (DEPARTMENT OF JUSTICE; FEDERAL TRADE COMMISSION. *Antitrust Policy to Merger Remedies*. Disponível em <http://www.justice.gov/>. Acesso em: 4 abr. 2015).

29 “Os remédios estruturais encontram-se diretamente em confronto com uma visão absoluta de direito de propriedade. Ao se determinar o desfazimento de unidades fabris em um ato de concentração, por exemplo, ou ao se determinar o desfazimento de um ato de concentração *in totum*, o direito de propriedade do agente econômico envolvido sofre inequívoca intervenção estatal limitadora. Por sua vez, os remédios comportamentais revelam uma clara intervenção na liberdade de conduta, de iniciativa e de contratar do agente econômico” (OLIVEIRA, Amanda Flávio de. Remédios antitruste e o ordenamento jurídico brasileiro: primeiras reflexões.

dios concorrenciais afetam relações privadas, podendo causar consequências na esfera de terceiros.

Para aplicar adequadamente os remédios concorrenciais, é preciso entender quais são seus fundamentos e parâmetros balizadores. Somente quando observados esses parâmetros os remédios terão sua eficácia garantida, e o interesse público que os fundamenta poderá ser compatibilizado com os direitos privados das partes e de terceiros<sup>30</sup>.

## **2. Os remédios concorrenciais no mercado brasileiro.**

A ordem econômica disposta na Constituição Federal elegeu diversos valores fundamentais, que estruturam o sistema econômico brasileiro, dentre eles: (i) propriedade privada<sup>31</sup>; (ii) função social da propriedade<sup>32</sup>; (iii) livre concorrência<sup>33</sup>; e (iv) livre iniciativa<sup>34</sup>.

A natureza da ordem econômica estruturada pela Constituição Federal é objeto de profundas discussões doutrinárias<sup>35</sup>. Apesar de

---

In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de; RUIZ, Ricardo Machado (Orgs.). *Remédios antitruste*. São Paulo: Singular, 2011, p. 21).

30 Nesse mesmo sentido, afirma Amanda Flávio de Oliveira: “[o]s ‘remédios’ antitruste, assim compreendidos os instrumentos previstos em lei para a obtenção do valor da preservação da livre concorrência, dentro desse contexto, devem ser classificados como formas de intervenção do Estado no domínio econômico, ou de ação estatal no mercado, na modalidade indireta. Sua existência, seus limites e seus objetivos, contudo, para serem legítimos, devem fiel observância às normas da Constituição Econômica de 1988” (Ibidem. p. 18).

31 Art. 170, inciso II, da Constituição Federal de 1988.

32 Art. 170, inciso III, da Constituição Federal de 1988.

33 Art. 170, inciso IV, da Constituição Federal de 1988.

34 Art. 170, parágrafo único, da Constituição Federal de 1988.

35 Muitas dessas discussões, que fogem ao escopo do presente trabalho, são eivadas de teor ideológico. Por exemplo, conforme já mencionado, José Afonso da Silva enxerga na proteção da propriedade privada o fundamento do sistema capitalista na Constituição Federal 1988, uma

essa análise estar situada fora do escopo do presente trabalho, alguns aspectos gerais da ordem econômica são importantes para os fins deste estudo.

Em primeiro lugar, deve-se ressaltar que a ordem econômica estabelece uma economia de livre mercado, na qual a obtenção do lucro é o principal incentivo dos agentes econômicos<sup>36</sup>, ou seja, o interesse da companhia como agente econômico deve ser o lucro. No entanto, a perseguição do lucro e a propriedade privada, apesar de serem direitos garantidos pela ordem econômica constitucional, devem ser compatibilizadas com outros valores fundamentais de caráter eminentemente público, como a valorização do trabalho humano, o direito à existência digna<sup>37</sup> e a redução das desigualdades regionais e sociais<sup>38</sup>. Desse modo, direitos como a proteção da propriedade privada, livre concorrência e livre iniciativa são funcionalizados, na me-

---

vez que esse valor permitiria a apropriação dos meios de produção pela classe dominante, conclusão pautada essencialmente na ideia marxista da luta de classes (SILVA, José Afonso da. *Op cit.* p. 788). Embora seja necessário discordar dessa fundamentação – uma vez que o sistema capitalista parece estar representado de forma mais clara nos princípios da livre concorrência e livre iniciativa –, este estudo não tem a pretensão de discutir a real natureza da ordem econômica constitucional, limitando-se a analisar alguns dos princípios estabelecidos no art. 170 da Constituição Federal de 1988 que são relevantes para o objeto ora analisado.

36 Conforme aponta Eros Roberto Grau, a obtenção do lucro como incentivo comum aos agentes econômicos promove certo grau de ordem e previsibilidade nos comportamentos. Consequência direta dessa constatação é que, via de regra, os agentes econômicos agem de forma racional do ponto de vista econômico, buscando cenários que maximizem os seus ganhos. “Essa uniformidade de condutas permite a cada desses agentes desenvolver cálculos que irão informar as decisões a serem assumidas, de parte deles, no dinamismo do mercado. Ora, como o mercado é movido por interesses egoísticos – a busca do meio lucro possível – e a sua relação típica é a relação de intercâmbio, a expectativa daquela regularidade de comportamentos é que o constitui como uma ordem” (GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 15ª. ed. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 30).

37 Segundo o art. 170, *caput*, da Constituição Federal de 1988, “[a] ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social”.

38 Art. 170, inciso VII, da Constituição Federal de 1988.

dida em que – respeitados os interesses privados que lhes são inerentes<sup>39</sup> – servem como meio para a consecução de objetivos de interesse público<sup>40</sup>.

Ademais, percebe-se que o sistema econômico da Constituição Federal aproxima-se do modelo capitalista de bem-estar social<sup>41</sup>, adotando como regra a liberdade de iniciativa, mas permitindo a atuação do Estado na economia e sobre a economia em determinados casos<sup>42</sup>, que se caracterizam como exceção, e não como regra.

---

39 A afirmação de que a propriedade deve atender à sua função social não significa impor limites negativos ao seu gozo, mas sim direcionar a sua concretização a determinados objetivos. Nesse sentido, “[q]uando se fala em função social não se indicam as restrições ao uso e ao gozo dos bens próprios. Estas últimas são limites negativos aos direitos do proprietário. Mas a noção de função, no sentido em que é empregado o termo nesta matéria, significa um poder, mais especificamente, o poder de dar ao objeto da propriedade destino determinado, de vinculá-lo a certo objetivo. O adjetivo social mostra que esse objetivo corresponde ao interesse coletivo e não ao interesse do próprio *dominus*; o que não significa que não possa haver harmonização entre um e outro” (COMPARATO, Fabio Konder. Função social da propriedade dos bens de produção. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 130, p. 71-80, 1986, p. 75).

40 A funcionalização do direito de propriedade se faz presente em diversos diplomas legislativos diferentes, muitas vezes sob a mesma forma. Por exemplo, cessar as atividades de sociedade próspera pode configurar tanto ilícito concorrencial, conforme o art. 36, § 3º, XVII, da Lei nº 12.529/2011, como abuso de poder de controle, nos termos do art. 117, § 1º, *b*, da Lei nº 6.404/1976.

41 Nesse sentido, Eros Grau, negando que a ordem econômica constitucional brasileira dê suporte ao capitalismo neoliberal, afirma: “[a] Constituição do Brasil, de 1988, define, como resultará demonstrado ao final desta minha exposição, um modelo econômico de bem-estar. Esse modelo, desenhado desde o disposto nos seus arts. 1º e 3º, até o quanto enunciado no seu art. 170, não pode ser ignorado pelo Poder Executivo, cuja vinculação pelas definições constitucionais de caráter conformador e impositivo é óbvia” (GRAU, Eros Roberto. Op. cit. p. 46).

42 “Visualiza-se inicialmente a atuação do Estado como agente econômico (atuação na economia) e como regulador do processo econômico (atuação sobre a economia). Após, a atuação estatal mediante a imposição de comandos imperativos, cogentes, a serem suportados pelos agentes econômicos (atuação por direção), e, de outra parte, mediante a utilização de mecanismos do direito premial” (Idem. *O direito posto e o direito pressuposto*. 8ª. ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 29).

Nesse contexto, o papel do Estado passa a ser o de um agente incumbido da tarefa de implementar políticas públicas<sup>43</sup> que assegurem o respeito – ao mesmo tempo – ao modelo de economia estruturado pela ordem econômica constitucional e aos valores fundamentais de caráter eminentemente público.

A afirmação de que o Estado deve implementar políticas públicas não significa dizer que haverá planejamento ou planificação da economia. O modelo econômico de livre mercado está claramente posto na Constituição Federal, que se fundamenta, dentre outros, nos valores da livre concorrência e livre iniciativa. Assim, as políticas públicas promovidas por agentes estatais têm o objetivo de fazer com que a garantia do livre mercado seja compatível com os interesses de ordem pública, ora direcionando o comportamento de agentes econômicos, ora induzindo determinados resultados<sup>44</sup>.

É nesse contexto que a aplicação dos remédios concorrenciais deve ser analisada. Os remédios concorrenciais são instrumentos de atuação do Estado sobre a economia (por meio da administração pública indireta<sup>45</sup>), que devem ser utilizados para direcionar (com relação às partes sujeitas às restrições) e induzir (com relação a terceiros potencialmente afetados, como concorrentes e agentes verticalmente relacionados às partes sujeitas às restrições) comportamentos em

---

43 "No desempenho de seu novo papel, o Estado, ao atuar como agente de implementação de políticas públicas, enriquece suas funções de integração, de modernização e de legitimação capitalista. Essa atuação, contudo, não conduz à substituição do sistema capitalista por outro. Pois é justamente a fim de impedir tal substituição – seja pela via da transição para o socialismo, seja mediante a superação do capitalismo e do socialismo – que o Estado é chamado a atuar sobre e no domínio econômico" (Ibidem. p. 43).

44 Eros Grau cita, como formas de atuação estatal sobre a economia, a atuação por direção e a atuação por indução, sendo a atuação por direção "quando o Estado exerce pressão sobre a economia, estabelecendo normas de comportamento compulsório para os agentes econômicos" e a atuação por indução "quando o Estado dinamiza instrumentos de intervenção em consonância e na conformidade das leis que regem o funcionamento dos mercados" (Ibidem. p. 28).

45 Tendo em vista a natureza do CADE de autarquia federal, conforme o art. 4º da Lei nº 12.529/2011.

consonância com os valores da livre concorrência e da livre iniciativa, com o objetivo de preservar o adequado funcionamento do mercado. Adicionalmente, os remédios concorrenciais somente podem afetar direitos privados na medida em que for estritamente necessário para a proteção e consecução dos interesses de natureza pública que visam a tutelar. Sob nenhuma hipótese a aplicação dos remédios concorrenciais pelo órgão concursal deverá eliminar ou substancialmente reduzir o protagonismo dos agentes privados no mercado<sup>46</sup>.

### **3. A política de defesa da concorrência e propriedade privada.**

A política de defesa da concorrência, como forma de atuação estatal sobre a economia, deve se conformar às garantias individuais, em especial a propriedade privada.

O direito de propriedade, em sua acepção tradicional, comporta os direitos de usar, gozar e dispor de um bem<sup>47</sup>, assim como o de reivindicá-lo daquele que injustamente o detenha<sup>48</sup>. O direito de usar refere-se à faculdade de o proprietário dar ao seu bem a finali-

---

46 “Se, por um lado, os direitos fundamentais envolvidos na realização da atividade econômica, como os direitos de propriedade, de iniciativa e de contrato, não são absolutos, por outro, não podem ser reduzidos a uma mínima existência, sob pena de se malferir a economia de mercado, assegurada pela Constituição Econômica. Assim é que não se pode reduzir o direito de iniciativa à mera autorização para existência de agentes econômicos privados, mas deve-se lhes assegurar o protagonismo e a preferência de atuação. É nesse ponto que se releva os limites da intervenção estatal na economia, em todas as suas modalidades e, em especial neste texto, os limites dos remédios antitruste a serem definidos no caso em concreto” (OLIVEIRA, Amanda Flávio de. Op. cit., p. 21 e 22).

47 Conforme o art. 1.228 da Lei nº 10.406/2002, “[o] proprietário tem a faculdade de usar, gozar e dispor da coisa, e o direito de reavê-la do poder de quem quer que injustamente a possua ou detenha”.

48 “Fixando a noção em termos analíticos, e mais sucintos, dizemos, como tantos outros, que a propriedade é o direito de usar, gozar e dispor da coisa, e reivindica-la de quem injustamente a detenha. E ao mesmo tempo nos reportamos ao conceito romano, igualmente analítico: *dominium est ius utendi et abutendi, quatenus iuris ratio patitur*” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. 20ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012. v. 4, p. 75).

dade que desejar<sup>49</sup>, desde que não seja contrário à substância econômica da coisa e que não haja abuso de direito<sup>50</sup>. O direito de gozar, por sua vez, “[r]ealiza-se essencialmente com a percepção dos frutos, sejam os que da coisa naturalmente advêm (*quidquid nasci et renasci solet*), como ainda os frutos civis”<sup>51</sup>. Outra vertente da propriedade é o direito de dispor, isto é, atingir a substância da coisa, por meio da sua venda, doação, permuta, oneração, transformação ou qualquer outro meio de disposição<sup>52</sup>. O direito de propriedade comporta, ainda, o direito de reaver a coisa, isto é, reivindicá-la daquele que a possui injustamente.

A visão tradicional da propriedade incorporou, ao longo do século XX<sup>53</sup>, a ideia de sua funcionalização, o que significa dizer que a propriedade passou a ser não só fonte de direitos para o proprietá-

---

49 Segundo Caio Mário da Silva Pereira, o direito de usar “[c]onsiste na faculdade de colocar a coisa a serviço do titular, sem modificação na sua substância. O dono a emprega no seu próprio benefício, ou no de terceiro. Serve-se da coisa. Mas é claro que também pode deixar de usá-la, guardando-a ou mantendo-a inerte. Usar não é somente extrair efeito benéfico, mas também ter a coisa em condições de servir” (Ibidem. p. 77).

50 Conforme o art. 1.228, § 1º, da Lei nº 10.406/2002: “[o] direito de propriedade deve ser exercido em consonância com as suas finalidades econômicas e sociais e de modo que sejam preservados, de conformidade com o estabelecido em lei especial, a flora, a fauna, as belezas naturais, o equilíbrio ecológico e o patrimônio histórico e artístico, bem como evitada a poluição do ar e das águas”. Além disso, o § 2º do mesmo dispositivo determina: “[s]ão defesos os atos que não trazem ao proprietário qualquer comodidade, ou utilidade, e sejam animados pela intenção de prejudicar outrem”.

51 Ibidem. p. 78.

52 “O *ius abutendi*, no sentido de *disponendi*, envolve a disposição material que raia pela destruição (De Page), como a jurídica, isto é, o poder de alienar a qualquer título – doação, venda, troca; quer dizer ainda consumir a coisa, transformá-la, alterá-la; significa ainda destruí-la, mas somente quando não implique procedimento antissocial. Em suma: dispor da coisa vai dar no fato de atingir a sua substância, uma vez que no direito a esta reside a essência mesma do domínio” (Ibidem. p. 79).

53 “A ideia da função social da propriedade entrou a fazer parte do Direito Positivo com a promulgação da primeira Constituição Republicana Alemã, em Weimar, 1919. A disposição do art. 153 desse texto constitucional foi retomada *ipsis verbis* pela Constituição da República Federal da Alemanha, de 1949 (art. 14, 2ª. alínea): ‘A propriedade obriga. Seu uso deve, ao mesmo tempo, servir o interesse da coletividade’” (COMPARATO, Fabio Konder. Op. cit. p. 75).

rio, mas também deveres, visto que o seu exercício deveria ser conformado à função social do bem<sup>54</sup>.

Não obstante, embora tenha incorporado o conceito de função social, a propriedade privada permanece plenamente protegida no ordenamento brasileiro, sendo direito fundamental elencado no artigo 170 da Constituição Federal. Portanto, qualquer ato que afetar a propriedade de uma pessoa deve: (i) ser justificado pela proteção de outro valor fundamental garantido constitucionalmente; e (ii) limitar-se ao estritamente necessário para a proteção de tal valor.

Os remédios concorrenciais justificam-se na medida em que sua aplicação seja necessária para proteger a ordem econômica, garantindo o respeito à livre concorrência e à livre iniciativa, ou subsidiando a repressão ao abuso de poder de mercado. Nesse contexto, o remédio concursal, em casos concretos, deve ser escolhido tendo como base: (i) a adequabilidade, pois deve ser suficiente para a neutralização do dano ou potencial dano concursal; (ii) a necessidade de sua adoção para neutralizar do dano ou potencial dano identificado; e (iii) a proporcionalidade, no sentido de ser a medida menos restritiva possível<sup>55-56</sup>.

---

54 O caráter instrumental do direito é que distingue a sua visão funcional, segundo Norberto Bobbio. Nesse sentido, “[a] função do direito na sociedade não é mais servir a um determinado fim (aonde a abordagem funcionalista do direito resume-se, em geral, a individualizar qual é o fim específico do direito), mas a de ser um instrumento útil para atingir os mais variados fins”. (BOBBIO, Norberto. *Da estrutura à função – novos estudos de teoria do direito*. São Paulo: Manole, 2007, p. 57).

55 Conforme o voto do Conselheiro Carlos Ragazzo no ato de concentração nº 08012.004423/2009-18: “[e]ssas eventuais restrições devem ser informadas pelo princípio da proporcionalidade, observando critérios de adequação no sentido de sanar os problemas identificados, de necessidade, no sentido de efetivamente atingir esse objetivo, da forma menos gravosa possível às partes e, em especial, à coletividade, e de proporcionalidade *stricto sensu*, de maneira que o resultado final implique o máximo de benefícios à sociedade, com a geração do mínimo de danos possível (nesse sentido casando perfeitamente com o objetivo da análise de atos de concentração no âmbito da Lei de Defesa da Concorrência, que requer um resultado líquido não negativo à sociedade, em decorrência da operação)”. (CADE, ato de concentração nº 08012.004423/2009-18, Relator Conselheiro Ricardo Machado Ruiz, aprovado mediante assinatura de Termo de Compromisso de Desempenho em 13 de julho de 2011).

56 Adicionalmente, César Mattos menciona os seguintes parâmetros para garantir a adequação

Portanto, de forma geral, para que o remédio concorrencial se justifique do ponto de vista da proteção à propriedade privada (assim como à autonomia privada, caso o remédio proposto tenha caráter comportamental) e da sua finalidade, é necessário que sua utilização obedeça aos parâmetros gerais de proporcionalidade, adequabilidade e necessidade.

Não obstante, além de afetar os direitos das partes diretamente envolvidas em um ato de concentração ou processo administrativo, os remédios concorrenciais também podem gerar efeitos na esfera de terceiros. Essa afirmação é especialmente verdadeira no caso da alienação do controle de companhia, situação na qual a legislação societária garante diversos direitos aos acionistas minoritários.

#### **4. Alienação do controle societário e direito dos acionistas.**

A alienação do controle societário<sup>57-58</sup> é prevista expressamen-

---

do remédio concorrencial: (i) existência de nexo de causalidade entre o dano à concorrência e o ato de concentração; (ii) ausência de efeitos líquidos negativos causados pela aplicação do remédio; (iii) consistência do remédio proposto com o dano concorrencial; (iv) suficiência do remédio para endereçar todos os problemas concorrenciais; (v) proporcionalidade do ônus gerado às partes do ato de concentração em relação ao dano que se pretende corrigir; (vi) confirmação de que o remédio é o menos restritivo possível; (vii) não utilização do remédio como instrumento de regulação ou planejamento setorial; (viii) alta probabilidade de os efeitos positivos do remédio ocorrerem; (ix) possibilidade de implementação do remédio do ponto de vista prático; (x) possibilidade de implementação do remédio no menor período de tempo possível; (xi) transparência dos remédios; e (xii) ausência de problemas em outros mercados gerados pela aplicação do remédio (MATTOS, César. Remédios em atos de concentração: a experiência internacional e o Brasil. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de; RUIZ, Ricardo Machado (Orgs.). *Remédios antitruste*. São Paulo: Singular, 2011, p. 62-66).

57 Adota-se, para fins deste estudo, o significado amplo de alienação preceituado por Pontes de Miranda: “[a]lienar é tornar de outrem, passar de mãos alheias. Quem renuncia pratica apenas metade disso; tal como quem abandona. Quem aliena pratica todo o ato, transfere” (MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. t. 14, p. 212).

58 Apesar de, neste estudo, utilizar-se a expressão “alienação de controle”, com o objetivo de aproximar-se da expressão utilizada pela Lei nº 12.529/2011 (“transferência do controle socie-

te como remédio concorrencial passível de ser utilizado pelo CADE para neutralizar os efeitos danosos de um ato de concentração ou conduta<sup>59</sup>.

Conforme já visto, no entanto, a imposição da alienação do controle pela autoridade concorrencial deve: (i) obedecer aos limites legais e constitucionais aplicáveis aos remédios concorrenciais (como forma de atuação estatal sobre a economia), em especial os parâmetros de adequabilidade, necessidade e proporcionalidade; e (ii) respeitar os direitos patrimoniais de terceiros eventualmente afetados pela medida da autoridade concorrencial.

No caso da alienação do controle, a legislação societária concede aos acionistas minoritários algumas garantias, que não podem ser ignoradas pelo direito concorrencial.

Desse modo, cumpre analisar brevemente: (i) a relevância do controle societário para o direito concorrencial, que justifica a determinação de sua alienação como remédio concorrencial; e (ii) as garantias conferidas pelo direito societário a acionistas minoritários na alienação do poder de controle.

#### **4.1. Poder de controle.**

O poder de controle é de fato e não jurídico, garantido a uma pessoa ou grupo de pessoas pela quantidade de ações com direito a

---

tário”), é necessário esclarecer que, nesses casos, o bem alienado é o conjunto de ações que asseguram o controle da companhia, pois “o poder de controle não é bem do patrimônio que possa ser alienado – somente pode ser transferido mediante alienação da propriedade das ações que constituem o bloco de controle (ou de parte do conteúdo dessa propriedade pela constituição de usufruto com atribuição do direito de voto ao usufrutuário)”. (FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2, p. 1999).

59 Vide o artigo 38, V, da Lei nº 12.529/2011: “Art. 38. Sem prejuízo das penas cominadas no art. 37 desta Lei, quando assim exigir a gravidade dos fatos ou o interesse público geral, poderão ser impostas as seguintes penas, isolada ou cumulativamente: [...] V – a cisão de sociedade, transferência de controle societário, venda de ativos ou cessação parcial de atividade”.

voto formadora da maioria nas deliberações da assembleia geral. Não é bem do patrimônio, objeto de direito apreciável economicamente; é resultante apenas pela reunião de número suficiente titularidade de direitos de voto para assegurar a maioria nas deliberações da assembleia geral<sup>60</sup>.

Não há na LSA qualquer dispositivo que confira ou assegure o poder de controle. Este existe em razão do bloco de controle. O acionista controlador não tem tutela jurisdicional para obter o poder de controle, a não ser se exercido através do voto nas deliberações sociais<sup>61</sup>. Posto isso, o acionista controlador não é sujeito ativo de poder de controle que o deterá enquanto “titular (sujeito ativo) de direitos de voto em número suficiente para lhe assegurar a maioria nas deliberações da assembleia geral”<sup>62</sup>.

A aquisição do poder de controle está ligada à existência prévia do bloco de controle, conceitos dissociáveis, pois adquirir o poder de controle é ter o poder de fato de controlar a companhia, enquanto adquirir o bloco de controle é se tornar titular dos direitos das ações que o compõe<sup>63</sup>.

Assim, a aquisição do poder de controle poderá ser originária

---

60 O poder de controle “nasce do fato da reunião na mesma pessoa (ou grupo de pessoas) da quantidade de ações cujos direitos de voto, quando exercidos no mesmo sentido, formam a maioria nas deliberações da assembleia geral. Não é, portanto, bem do patrimônio no sentido de objeto de direito subjetivo apreciável economicamente” (Ibidem. p. 827).

61 “Essa natureza do poder de controle fica evidente quando considera que (a) não há norma que confira ou assegure o poder de controle: ele nasce do fato da formação do bloco de controle e deixa de existir com a sua dissolução; (b) o poder de controle não é objeto de direito: não pode ser adquirido, nem transferido independentemente do bloco de controle, que é sua fonte e (c) o poder de controle não é direito subjetivo: o acionista controlador não pode pedir a tutela do Estado para obter que esse poder seja respeitado, a não ser quando se manifesta por meio de exercício regular do direito (ou poder jurídico) de voto nas deliberações da Assembleia Geral”. (Idem. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 827-828).

62 Ibidem. p. 828.

63 Loc. cit.

ou derivada. A aquisição será originária quando o poder de controle adquirido é resultante da formação – no patrimônio de uma pessoa ou grupo de pessoas – de bloco de controle que, antes, não existia no patrimônio de outra. Acrescenta-se que a aquisição de ações adicionais à quantidade de ações que passa a atribuir o poder de controle que não existia, bem como a celebração de acordo de acionistas ou a constituição de sociedade *holding*, são modos de aquisição originária de controle<sup>64</sup>.

Já a aquisição derivada ocorrerá quando o poder de controle adquirido é resultante de determinado fato jurídico, cujo efeito seja a transmissão da propriedade do bloco de controle detido anteriormente por uma pessoa (ou grupo de pessoas)<sup>65</sup>.

A perda do controle do poder de controle ocorrerá, por exemplo, pela repartição da propriedade das ações, ou pela modificação de situação de fato (i.e., o acionista que controla a companhia de forma minoritária, com menos da metade mais uma das ações com direito de voto, pode se transformar em minoritário, independentemente de negócio jurídico de transmissão de ações, se a parcela majoritária é adquirida originalmente para a formação do bloco de controle por

---

64 Nesse sentido, formação do grupo controlador por acordo de acionistas também é aquisição originária, tal como na subscrição de aumento de capital ou na oferta pública para aquisição de controle como negócio de formação originária de bloco de controle. “A aquisição originária pode ocorrer, por exemplo, quando o acionista que possuía ações em número insuficiente para assegurar o poder de controle adquire quantidade adicional de ações que, também consideradas separadamente, não atribuem esse poder, mas cuja agregação às anteriormente possuídas cria o bloco de controle. Nesse caso, as ações adicionais são adquiridas como coisas singulares, e não como bloco de controle, e este nasce – originalmente – no patrimônio do acionista pelo fato de agregação das ações novas e antigas”. (Loc. cit.).

65 “A aquisição derivada do poder de controle pressupõe sua transferência por pessoa que o detenha, e como o controle é poder de fato fundado no bloco de controle, sua transferência entre pessoas pressupõe a transmissão da propriedade do conjunto de ações, que é a fonte desse poder. Para que possa ocorrer a transferência do poder de controle é indispensável, portanto, (a) a existência do bloco de controle, como universalidade, no patrimônio de uma pessoa (ou grupo de pessoas), e (b) fato jurídico cujo efeito seja a transmissão da propriedade desse conjunto de ações” (Ibidem. p. 829).

meio de concentração dessas ações no patrimônio de uma pessoa ou grupo de pessoas, como no caso de celebração de acordo de acionistas ou constituição de *holding*).

A aquisição, transferência e perda do poder de controle “são reconhecidos e conceituados pela lei para efeito de enunciar normas de comportamento cujos destinatários são pessoas que ocupam as posições jurídicas da estrutura da sociedade”<sup>66-67</sup>.

Algumas discussões podem surgir quando ocorre a alteração no bloco de controle ou a formação do bloco de controle no que tange à modificação da estrutura da companhia. Por estrutura da companhia pode-se entender a orientação para um objetivo ou fim comum, de forma hierarquizada, mediante sistema de órgãos e papéis sociais organizados, compreendendo relações de subordinação ao exercício de poder dos órgãos ou cargos sobre os de outro, com o dever de cumprir as ordens recebidas. A estrutura é a organização social do contrato associativo da companhia, que compreende os sócios e membros dos órgãos sociais, bem como os empregados<sup>68</sup>.

Nesse passo, a formação do bloco de controle não acarreta modificação na estrutura formal da companhia; da mesma maneira, as alterações das participações acionárias dentro desse bloco de controle não acarretam modificação na estrutura da sociedade. Entretanto

---

66 Loc. cit.

67 “Aquisição, transferência e perda do poder de controle são expressões que têm significado jurídico preciso e unívoco: o bloco de controle é um conjunto de ações, e as ações da companhia – como valores mobiliários – são consideradas pela lei objetos de direito, na categoria das coisas móveis. Adquirir, transferir ou perder o bloco de controle é adquirir, transferir ou perder a propriedade das ações, coisas singulares que forma o bloco de controle, como universalidade de fato” (Ibidem. p. 889).

68 “A organização social criada pelo contrato da companhia é um sistema de ação coletiva, ou conjunto organizado de atos de diversos agentes (os acionistas e os ocupantes dos papéis dos órgãos da companhia), e órgãos da companhia são os subconjuntos de papéis desse sistema com funções especializadas definidas normativamente pelo sistema jurídico da companhia”. (Ibidem. p. 775).

to, tanto a formação do bloco de controle quanto as alterações da composição acionária dentro desse bloco modificam de fato a distribuição do poder na companhia<sup>69</sup>.

#### **4.2. O controle societário e sua relevância para o direito concorrencial.**

A LSA claramente buscou disciplinar a figura do acionista controlador tomando por base o controle majoritário<sup>70-71</sup> ao buscar a maioria pré-constituída às reuniões dos órgãos sociais. “A lei define como acionista controlador a pessoa, ou grupo de pessoas, titulares de direito de sócio que formam essa maioria pré-constituída, e o poder exercido pelo acionista controlador é designado poder de controle”. Destarte, destaca-se na LSA a importância da definição do acio-

---

69 “A formação do bloco de controle não modifica a estrutura formal da companhia, na qual o poder político continua a ser exercido pela Assembleia Geral, deliberando pela maioria dos sócios. Nada obstante, modifica de fato – e de modo importante – a distribuição do poder na companhia, pois: (a) o poder político, que segundo a lei somente se manifesta por ocasião das reuniões da Assembleia Geral, passa a ser exercido – de modo permanente – pelo acionista controlador; (b) o acionista controlador passa a exercer – de fato – a função de administrador supremo da companhia, ainda que não ocupe cargo dos órgãos de administração; e (c) o acionista controlador pode tomar decisões sobre os negócios da companhia independentemente da reunião da Assembleia Geral porque a titularidade dos direitos de voto lhe asseguram que suas decisões serão formalmente ratificadas pela Assembleia”. (Ibidem. p. 830).

70 “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. [...] Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder”.

71 “Nas companhias em que a propriedade das ações com direito de voto se acha pulverizada entre grande número de pessoas, a maioria dos acionistas somente existe e pode ser identificada durante as reuniões da Assembleia Geral; e seus membros variam em função da polarização dos acionistas ao exercerem o direito de voto a favor ou contra cada proposta submetida à deliberação do órgão” (Ibidem. p. 826).

nista controlador baseado na maioria pré-constituída para exercício do poder de controle<sup>72</sup>.

A LSA qualifica como controlador o acionista ou grupo de acionistas que é titular de ações com direito a voto que lhe assegurem (a) prevalecer, de modo permanente<sup>73</sup>, nas votações das assembleias gerais e (b) eleger a maioria dos administradores, contanto que tais poderes sejam efetivamente utilizados para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia<sup>74</sup>. Nesse contexto, o controlador é quem determina a orientação dos negócios do agente econômico, “fazendo prevalecer, de modo permanente, sua vontade nas decisões assembleares, elegendo a maioria dos administradores da companhia e utilizando o seu poder para determinar, efetivamente, os rumos da sociedade”<sup>75</sup>.

Perceba-se que o acionista controlador é a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, definido a partir da presença, cumulativa, de quatro requisitos: 1) titularidade de direitos de sócio que lhe assegurem, 2) de modo permanente, 3) a maioria de votos nas deliberações da assembleia geral e a eleição da maioria dos membros dos órgãos de administração da companhia; e 4) uso efetivo do poder

---

72 Ibidem. p. 813.

73 A doutrina geralmente caracterizava a prevalência em assembleias de modo permanente conforme a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 401/1976, atualmente revogada. Tal resolução, em seu item IV, definia como controlador “a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia”. Esse respeito, cf. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1, p. 669.

74 Conforme o artigo 116 da LSA: “Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

75 Ibidem. p. 668.

para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O requisito da titularidade de votos abrange a hipótese de esses direitos serem exercidos por usufrutuário de ações que garantam o exercício do direito de voto<sup>76</sup>. Assim, pode-se concluir que o controlador tem a qualidade de acionista, pois os direitos de voto são conferidos pelas ações a seus proprietários, mas a LSA usa “titular” de ações para abranger o usufrutuário. A LSA adota o princípio da indivisibilidade da ação e da incidibilidade da ação (separação dos direitos decorrentes da ação), sendo nulo o negócio jurídico pelo qual o acionista cede a terceiros um dos direitos que integram a ação, ressalvadas as exceções expressas como no caso do usufruto. Por seu turno, no mútuo de ações, o domínio (propriedade) é transferido ao mutuante, que se compromete a devolvê-las no vencimento do contrato<sup>77</sup>.

---

76 “O direito de voto não pode ser transferido separadamente da propriedade de ação, mas a lei admite que o instrumento que institui usufruto possa atribuir o direito de voto ao usufrutuário, ao nu-proprietário, ou distribuí-lo entre ambos; e como é controvertido se o usufrutuário é acionista, a lei refere-se a titular dos direitos de sócio para não deixar dúvida de que o usufrutuário que exerce o direito de voto (e o poder de controle) tem os deveres e responsabilidades de acionista controlador” (FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit. p. 815-816).

77 O empréstimo de ações representa um contato de mútuo, regido pelos artigos 586 a 592 do Código Civil, em que devem ser restituídas ao mutuante em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade, em que o domínio (propriedade) das ações é transferido ao mutuante, que se compromete a devolver ao dador do empréstimo títulos da mesma espécie, emissor e classe ao final do prazo do contrato. A transferência de propriedade é fundamental no empréstimo de ações, permitindo ao tomador do empréstimo vender a ação sem possuí-la originalmente e sem precisar adquiri-la no mercado. O empréstimo não pode ser confundido com contrato de locação de coisas, não fungíveis (artigos 565 a 578, do Código Civil), ou com o comodato, empréstimo gratuito de coisas não fungíveis (artigos 579 a 585 do Código Civil). Em ambos os casos a propriedade da coisa não é transferida, mas apenas o uso e gozo, diferente do mútuo. O tomador celebra contrato de mútuo de ações, nos termos dos artigos 586 e 587 do Código Civil, e assume a posição de proprietário das ações, que lhe permitiria delas dispor livremente desde que as restituam, na mesma qualidade e quantidade, na data de vencimento do contrato de mútuo ou do “aluguel” de ações, como é conhecido no mercado.

O segundo requisito – também previsto na alínea *a* do artigo 116 – exige que o titular do controle possua este poder em caráter permanente. O poder de modo permanente nas assembleias gerais exclui do conceito de acionista controlador a maioria eventualmente formada nas deliberações de uma ou algumas assembleias gerais. O fato de diversos acionistas votarem no mesmo sentido não os caracterizam como acionista controlador. “[P]ermanente significa contínuo, ininterrupto ou constante”<sup>78</sup>. Porém, não é sinônimo de eternidade<sup>79</sup>. O que a LSA pretende sinalizar é que para haver controle é necessária certa *habitualidade* no seu exercício, a qual não pode ser fruto de convergências esporádicas de interesse, mas sim da formação de um autêntico centro autônomo de imputação de direitos e deveres, correspondente à figura do acionista controlador. Em se tratando de controlador majoritário, a identificação desse centro autônomo é relativamente fácil, pois basta checar quem possui a maioria absoluta dos direitos de sócio<sup>80</sup>.

O que importa destacar, neste momento, é que a LSA não fixa critérios para aferir a permanência do controle, limitando-se a impor esse requisito. Coube então à realidade prática a busca dessa definição pelos reguladores: Conselho Monetário Nacional (“CMN”) e Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

---

78 Ibidem. p. 816.

79 “Não se exige que o poder de controle seja eterno, incontrastável ou imune a qualquer ameaça. Nenhum poder social possui essas características. É, sim, requisito da definição o fato de o poder não ser conjuntural ou esporádico, caso em que de poder não se cuidaria. O poder exige estabilidade, mas não imutabilidade”. (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 305).

80 “O controle é dito absoluto quando o acionista controlador possui a maioria absoluta (metade mais um) dos votos conferidos por todas as ações do capital social, e relativo quando o número de votos de que o acionista é titular, embora não assegure a maioria absoluta, é suficiente para garantir a maioria dos acionistas que comparecem às reuniões da Assembleia, uma vez que, em regra, nem todos participam das reuniões. Para a lei é acionista controlador tanto o titular da maioria absoluta de votos quanto o que exerce, regular e permanentemente, direitos de voto suficientes para formar a maioria dos acionistas presentes nas Assembleias”. (FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit. p. 816-7).

A Resolução do CMN nº 401/1976, que regulamentou o antigo artigo 254 da LSA, no que tange à alienação do controle de companhia aberta, considerou como acionista controlador, caso haja maioria absoluta de votos:

A pessoa, ou grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da companhia.

No mesmo sentido, a CVM, na Instrução nº 229/1995, artigo 2º, § 3º, definiu como controlador (i) aquelas pessoas pertencentes a grupo vinculado por acordo de votos, (ii) controle comum, ou (iii) representantes de um mesmo grupo de interesses, que nas três últimas assembleias detinha a maioria dos votos dos acionistas presentes, ou tenha adquirido o controle da companhia conforme previsto nos artigos 254, 255 e 257 da LSA. Assim, a CVM tem utilizado para caracterização do acionista controlador a necessidade da prevalência em três assembleias por uma pessoa ou grupo de pessoas que tenha obtido a maioria nas deliberações, mesmo que sem o atributo da permanência. Há a formação de uma maioria na deliberação, apesar de formada por uma minoria dos acionistas que efetivamente comparece à assembleia.

Cabe ressaltar que é inevitável o reconhecimento da maioria relativa, que possa ser caracterizado por alguns como “controle minoritário”. Por seu turno, não estaria sujeito ao disposto no artigo 254-A, pois o bloco de controle objeto de alienação funda-se na permanência do controle, que somente pode ser garantida com a metade mais uma das ações votantes em linha com a definição utilizada pelo artigo 116 da LSA. Portanto, o conjunto de ações que não garanta a permanência do controle não poderia ser objeto de alienação.

Assim, não seria objeto a OPA de alienação de controle, a alienação que não garanta ao comprador a prevalência de modo permanente nas deliberações sociais de forma a dirigir as atividades sociais

e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Por seu turno, caso o legislador entenda por bem estender a obrigação de realização de oferta pública na alienação de controle minoritário, deverá estabelecer um percentual limite mínimo inferior à metade mais uma das ações votantes, por exemplo, 30% ou 20% das ações votantes, conforme algumas legislações estrangeiras. Por consequência, o artigo 254-A da LSA deveria ser alterado, estabelecendo esse percentual inferior e evitando o uso da definição de bloco de controle atualmente utilizada.

Outro ponto de relevo é o requisito de exercício do poder de controle por pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas que efetivamente exerçam o poder de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Há pessoas naturais, titulares da maioria, que efetivamente não exercem o poder de controle, pois o poder de controle constitui um fato jurídico<sup>81</sup>. Nem todo titular desse poder o exerce efetivamente. Pode haver situações em que o acionista controlador se omite, fazendo com que os rumos da companhia passem a ser ditados por outros sujeitos, como os acionistas minoritários ou os próprios administradores. Porém, mesmo quando não atua, a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, controladora não perde esse *status*. Pode voltar a exercê-lo, a qualquer tempo, inclusive para eventualmente destituir os administradores. Entretanto, no caso de o controle ser exercido por pessoa jurídica, o artigo 243, § 2º, da LSA não exige o exercício desse poder, pois se presume que a pessoa jurídica irá exercer o controle inerente à sua atividade<sup>82</sup>.

---

81 “Fato jurídico é o nome que se dá a todo fato do mundo real sobre o qual incide norma jurídica. Quando acontece, no mundo real, aquilo que estava previsto na norma, esta cai sobre o fato, qualificando-o como jurídico; tem ele, então, existência jurídica”. (AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*. 7ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 23).

82 Exposição de Motivos da LSA: “O conceito de sociedade controladora corresponde ao de acionista controlador, do parágrafo único do artigo 116, com as adaptações necessárias para compreender quaisquer formas de sociedades controladas (e não apenas a de companhia) e a

[O] conceito de sociedade controladora e controlada assemelha-se ao de acionista controlador, com a peculiaridade de que, entre [pessoas jurídicas], não se exige o uso efetivo do poder de controle para caracterizar a sociedade controladora exige-se, de modo permanente, a titularidade do direito de eleger a maioria dos administradores e de assegurar a preponderância nas deliberações da assembleia geral, mas não se exige o exercício efetivo de tais direitos<sup>83</sup>.

Tal constatação é importante para elucidar dois pontos. Primeiro, o de que o controlador omissor, pessoa natural ou jurídica, pode transferir o poder de controle a terceiros, sujeitando-se a regras especiais que regulam essa transferência. Segundo, o controlador omissor, pessoa natural, não pode ser responsabilizado por eventual abuso de poder cometido contra os acionistas minoritários. E aqui se ingressa na alínea *b* do artigo 116. Por outro lado, o controlador, sendo pessoa jurídica, não há que se falar em omissão, pois a pessoa jurídica existe para realizar seu objeto social (participação em outras sociedades) e exerce seus direitos de acionista. Destarte, assume as responsabilidades inerentes do acionista controlador.

Com efeito, o requisito do efetivo exercício do poder de controle não é necessário para caracterizar a existência do controlador, já que, como visto, pode haver controlador omissor. Tal requisito é necessário apenas para responsabilizá-lo. Explique-se. Para a generalidade dos acionistas, o exercício do direito de voto deve se dar para satisfazer os interesses sociais e não o do próprio acionista. Deve-se buscar o interesse social mesmo que haja interesses antagônicos dos sócios. O interesse social é a vontade manifestada em assembleia,

---

possibilidade de controle indireto, através de cadeia ou pirâmide de sociedades. Além disso, não se requer, no caso de sociedades, o efetivo exercício do poder de dirigir as atividades das sociedades controladas, que se presume nas relações intersocietárias”.

83 SILVA, Alexandre Couto; BARBI, Otávio Vieira. Influência significativa em coligada à luz do artigo 243 da lei n. 6.404/76. In: ROCHA, Sergio André (Coord.). *Direito tributário, societário e a reforma da lei das S/A*. São Paulo: Quartier Latin. 2010. v. 2, p. 30.

sustentada pela vontade coletiva dos sócios. O interesse social serve como balizador do dever de voto e de atuação dos sócios, desde que não seja antagônico com o interesse social<sup>84</sup>. Para o acionista controlador, porém, o regime é diverso. Justamente porque detém o poder de influir diretamente sobre os rumos da companhia, seu regime de deveres e responsabilidades é mais acentuado, como se percebe da leitura do artigo 116, parágrafo único, da LSA<sup>85</sup>. Porém, a incidência desse regime mais gravoso pressupõe que o acionista controlador efetivamente se comporte como tal, conduzindo de fato os rumos da companhia. Afinal, não faria sentido responsabilizar a pessoa natural que não agiu e, conseqüentemente, não participou do nexos causal. Ou seja, mesmo que a pessoa natural detenha o poder de controle societário em caráter estável e permanente, não pode ser responsabilizada, de maneira mais gravosa, quando não houver exercido efetivamente esse poder.

Em suma, uma coisa é a existência do poder de controle societário, outra é o seu efetivo exercício. Para caracterizar a existência do poder de controle, como fato jurídico, basta a presença cumulativa dos requisitos previstos na alínea *a* do artigo 116 da LSA (maioria de votos nas deliberações assembleares, capaz de eleger a maioria dos administradores, o exercício desse direito de modo permanente). Porém, para responsabilizar o controlador, pessoa natural, em decorrência de ilícitos cometidos na condução da companhia, é preciso provar também o requisito da alínea *b* (efetivo exercício do poder de contro-

---

84 *Vide* a redação do artigo 115, *caput* e § 3º, da LSA: “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. [...] § 3º O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido”.

85 “Art. 116. [...] Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

le). O exercício desse poder não é requisito para o controlador pessoa jurídica<sup>86-87</sup>.

Por todo o exposto, cabe salientar que o controle societário se caracteriza como fato, que deve ser verificado no caso concreto, tendo em vista que a própria LSA estabelece o critério do uso efetivo do poder de controle para a caracterização do controlador<sup>88</sup>.

Adolf Berle e Gardiner Means identificam três formas pelas quais o controle pode influenciar os negócios da companhia. Segundo os autores, o controlador pode: (i) influenciar ou induzir a administração na orientação dos negócios da companhia; (ii) exercer direitos inerentes ao controle, como o direito de eleger a maioria dos membros da administração (diretoria ou conselho de administração, se houver); e (iii) afetar a companhia em razão de negócios e atos jurídicos não diretamente ligados às suas atividades, como a alienação do controle<sup>89</sup>.

A LSA, como já mencionado, tratou apenas duas modalidades de controle, direto (artigo 116) e indireto (artigo 243), apesar de algu-

---

86 "Art. 243. [...] § 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores".

87 Veja-se, a propósito, a Nota de Esclarecimento nº 4 do CAF: BRASIL. Comitê de Aquisições e Fusões – CAF. Notas de Esclarecimentos. São Paulo: Comitê de Aquisições e Fusões – CAF. Disponível em <http://www.cafbrasil.org.br/website/normas.asp#notas>. Acesso em 16 maio 2014. "O conceito de Acionista Controlador também compreende a 'Sociedade Controladora' entendida como a sociedade que é titular de direitos de sócio que lhe assegure, diretamente ou através de outras controladas, o Poder de Controle sobre outra(s) sociedade(s)".

88 "Dessa forma, não será considerado acionista controlador, para os efeitos da Lei das S.A., a pessoa que, embora detendo quantidade de ações que, em tese, lhe assegure a maioria dos votos em assembleia geral, não utiliza efetivamente tal poder para impor sua vontade na condução direta dos negócios sociais e na eleição da maioria dos administradores" (EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p. 669).

89 BERLE, Adolf. A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. 10ª. ed. New Jersey: Transaction Publishers, 2005, p. 212.

mas de legislações estrangeiras e de a doutrina utilizarem essa distinção, tratando apenas da modalidade de controle interno, na figura do acionista controlador (arts. 116 e 117) e de alguns aspectos do controle gerencial (arts. 153 a 160), sem, contudo, abordar o controle externo<sup>90-91-92</sup>.

Por outro lado, nos termos do artigo 243 da LSA, a influência significativa subjetiva ocorrerá quando a investidora detiver ou exercer o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la. A influência significativa será presumida de forma objetiva quando a investidora for titular de 20% ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.

Em razão da capacidade de determinar e orientar a conduta da companhia, o poder de controle possui especial relevância na análise concorrencial de um negócio jurídico. Nesse sentido, a jurisprudência do CADE<sup>93</sup> indica que as participações societárias podem ser classificadas da seguinte forma: (i) participação societária ativa, quando o acionista detém o poder de controle ou influência relevante nas atividades da companhia; e (ii) participação societária passiva, nos casos em que a participação societária tiver caráter meramente financeiro (isto é, recebimento de dividendos)<sup>94</sup>.

A participação societária passiva, ainda que pouco relevante no ponto de vista da tomada de decisão no âmbito da companhia, é

---

90 Veja também CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2ª. ed. São Paulo: Saraiva, 1998. v. 2, p. 431.

91 FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit. p. 831-832.

92 Ibidem. p. 833-834.

93 *Vide*, principalmente, o caso referente à aquisição indireta de participação societária na Telecom Itália S.p.A. pela Telco S.p.A. (CADE, ato de concentração nº 53500.012487/2007, Relator Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo, aprovado com restrições em 28 de abril de 2010).

94 Conforme demonstrado no ato de concentração nº 53500.012487/2007, o CADE ainda classifica participações societárias passivas segundo a sua capacidade de permitir ou não o acesso a informações relevantes da companhia.

capaz de gerar efeitos anticompetitivos, especialmente no caso de aquisição de participação no capital social de um agente pelo seu concorrente<sup>95</sup>. Portanto, não há dúvidas de que o controle societário (ou mesmo da participação minoritária, que confere ao seu detentor influência relevante) é um fator de grande importância na dinâmica concorrencial, o que justifica a possibilidade de o CADE determinar sua alienação como medida para remediar uma operação potencialmente danosa.

#### **4.3. Os direitos dos acionistas minoritários na alienação de controle.**

A organização da atividade econômica sob a forma de sociedade anônima gera certo grau de dissociação entre o poder de controle e a propriedade da sociedade. Por força do princípio majoritário<sup>96</sup>, o acionista ou grupo de acionistas detentor da maioria das ações com direito a voto tem o poder de controlar a companhia e orientar suas atividades. Consequentemente, o acionista controlador administra patrimônio que, em parte, pertence a terceiros<sup>97</sup>.

---

95 “Participações societárias minoritárias desprovidas de controle e de influência relevante (ou seja, passivas), em alguns casos, podem gerar graves efeitos anticoncorrenciais, especialmente quando envolverem a aquisição de capital acionário de rivais” (parágrafo 60 do voto proferido pelo Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo no ato de concentração nº 53500.012487/2007).

96 “Princípio majoritário é a regra do regime de funcionamento dos órgãos de deliberação colegiada da companhia segundo a qual as deliberações são tomadas por maioria de votos e, quando conformes com a lei e o estatuto social, vinculam todos os membros, ainda que ausentes ou dissidentes” (Ibidem. p. 808).

97 O fenômeno da separação entre controle e propriedade foi notado por Berle e Means, que estudaram tal fenômeno nas companhias abertas norte-americanas no começo da década de 1930. Os autores identificaram que a separação seria inerente à organização societária, mas sua intensidade poderia variar em função da dispersão da estrutura societária da companhia. De um lado, haveria o controle majoritário, no qual o controlador detém a maioria das ações com direito a voto. De outro, haveria o controle gerencial, nas companhias em que a estrutura societária é tão pulverizada que nenhum acionista detém participação relevante individualmen-

A LSA confere grande importância ao acionista controlador, o “verdadeiro empresário, o criador de riquezas”<sup>98</sup>. Se de um lado a lei societária garantiu ao controlador poderes para administrar e orientar os negócios da companhia, de outro estabeleceu instrumentos de proteção aos acionistas minoritários<sup>99</sup>.

Nesse contexto, a legislação societária busca proteger o acionista minoritário também no caso de alienação do controle. Os direitos do acionista minoritário, de natureza privada, podem conflitar com os interesses públicos relacionados à alienação de controle forçada, com base na aplicação de remédio concorrencial. Nesses casos, é necessário conciliar os interesses públicos e privados, de forma que ambos sejam adequadamente atendidos.

Desse modo, cumpre analisar brevemente as principais prote-

---

te, ficando o controle societário a cargo dos administradores (que não necessariamente têm participação na companhia). O controle minoritário seria uma hipótese minoritária; neste caso, um acionista minoritário, com participação relevante, seria capaz de se coordenar com outros acionistas para formar a maioria do capital votante. Neste contexto, os autores afirmam: “[i]n each of these types, majority control, minority control, and management control, the separation of ownership from control has become effective – a large body of security holders has been created who exercise virtually no control over wealth which they or their predecessors in interest have contributed to the enterprise” (BERLE, Adolf. A.; MEANS, Gardiner C. Op. cit. p. 6).

98 FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* 3ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1, p. 154.

99 “Os sistemas legislativos e as construções jurisprudenciais, relativamente às sociedades anônimas, adotam normas e conceitos, visando à proteção das minorias, substancialmente equivalentes. A vasta bibliografia existente sobre o assunto evidencia que, de par com certos direitos chamados ‘intangíveis’ assegurados aos acionistas individuais e que a Assembleia não pode violar, são consagradas restrições às deliberações majoritárias com fundamento em ‘abuso de direito’, ‘desvio’ ou ‘excesso de poder’, ‘relatividade de voto’, ‘fraud on the minority’, ‘fairness’, e ‘fiduciary relationship’, ou, ainda, com base na doutrina ‘ultra vires’ ou na teoria institucional. Todos esses fundamentos invocados para a proteção dos minoritários – em que pesem as especificidades dos respectivos sistemas jurídicos – são permeados pela mesma noção básica de que o comportamento da maioria deve ser balizado por boa-fé e no interesse comum dos sócios, ou da companhia, vale dizer, da razão pela qual se associaram; tal interesse comum é definido no momento em que se constitui a sociedade – e, pois, no seu estatuto – pelo qual todas as deliberações, máxime as que alteram o estatuto, só são lícitas se visam ao interesse da sociedade” (Idem. *A Lei das S.A.* 2ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2, p. 230).

ções conferidas a acionistas minoritários pela LSA nos seguintes casos: (i) venda de ações pertencentes ao bloco de controle de companhia aberta; (ii) reorganização societária (fusão, cisão e incorporação)<sup>100</sup>; e (iii) alienação de controle de companhia cujo acordo de acionistas restrinja a transferência de ações.

#### **4.3.1. Alienação de controle de companhia aberta e o direito de venda conjunta.**

O artigo 254-A da LSA determina que a alienação do controle da companhia aberta seja condicionada, de forma suspensiva ou resolutiva<sup>101</sup>, à realização de oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de minoritários, assegurando preço equivalente a no mínimo de 80% daquele pago às ações integrantes do bloco de controle<sup>102</sup>. O adquirente das ações do bloco de controle pode oferecer, alternativamente, a opção para que os acionistas minoritários perma-

---

100 A cisão é prevista expressamente como remédio concorrencial no artigo 61, § 2º, II, da Lei nº 12.529/2011. Apesar de a incorporação, incorporação de ações e fusão não serem expressamente previstas, elas podem ser utilizadas com base no artigo 61, § 2º, VI, da Lei nº 12.529/2011, que permite ao CADE adotar “qualquer outro ato ou providência necessários para a eliminação dos efeitos nocivos à ordem econômica”.

101 A condição suspensiva é definida pelo artigo 125 da Lei nº 10.406/2002, que determina: “[s]ubordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa”. Já no caso da condição resolutiva, conforme o artigo 127 da Lei nº 10.406/2002, “enquanto esta se não realizar, vigorará o negócio jurídico, podendo exercer-se desde a conclusão deste o direito por ele estabelecido”.

102 “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle”. O § 1º deste dispositivo esclarece que a alienação de controle é entendida como a “transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade”.

neçam na companhia, “mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle”<sup>103</sup>.

O direito de venda conjunta para acionistas minoritários detentores de ações com direito a voto, estabelecido no artigo 254-A, é aplicável no caso de companhias abertas que têm um acionista controlador definido. Sendo assim, a alienação do controle ocorre por negócio de natureza privada, entre o acionista controlador e o adquirente do controle acionário<sup>104</sup>.

A oferta pública de aquisição decorrente da alienação de controle tem como objetivo permitir o compartilhamento do ágio (prêmio) auferido na venda do controle acionário. Segundo Nelson Eizirik<sup>105</sup>, esta proteção fundamenta-se, principalmente, nos seguintes fatos: (i) os acionistas minoritários também contribuem para a valorização patrimonial representada pelo prêmio do poder de controle; e (ii) o valor pago pela venda de controle inclui o pagamento por intangíveis que também pertencem aos minoritários. Além disso, há casos em que os acionistas minoritários possuem uma relação de confiança com o controlador, e, portanto, a simples mudança de comando pode motivar o seu desejo de se retirar da companhia<sup>106</sup>.

Assim, a oferta pública de aquisição disposta no artigo 254-A da LSA tem o objetivo de garantir tratamento equitativo<sup>107</sup> aos acionis-

---

103 Artigo 254-A, § 4º, da Lei nº 6.404/1976.

104 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3, p. 413.

105 *Ibidem*. p. 416.

106 “A realização da oferta pública obrigatória baseia-se no entendimento de que não se pode impor ao acionista minoritário um novo controlador, com o qual ele não mantém uma relação fiduciária. Dessa forma, também sob este aspecto, é justificável a possibilidade concedida ao acionista minoritário de se desligar da sociedade, alienando suas ações por ocasião da OPA”. (*Ibidem*. p. 417).

107 Conforme o artigo 4º, II, da Instrução CVM nº 361/2002, “a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma

tas minoritários com direito a voto na alienação onerosa do controle acionário.

#### **4.3.2. As reorganizações societárias e o direito de retirada.**

Nas operações de reorganização societária (consideradas neste estudo como as operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações) não há negócio jurídico de alienação do controle acionário, do ponto de vista do direito societário, mas sim versão de patrimônio de uma sociedade para outra<sup>108</sup>, que pode causar a mudança de controle.

---

decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA". O tratamento equitativo, no entanto, não deve ser confundido com o tratamento igualitário, que não foi resgatado pela alteração da Lei nº 6.404/1976 efetivada pela Lei nº 10.303/2001. Nesse sentido, Nelson Eizirik afirma: "ao invés de obrigar o adquirente do controle a oferecer aos minoritários as mesmas condições contratadas com o antigo controlador, a Lei n. 10.303/2011, ao introduzir na Lei das S.A. o artigo 254-A, determinou que ele deve pagar aos minoritários preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle. Dessa forma, não se restaurou o princípio do tratamento igualitário contido, originalmente, no artigo 254, mas, ao contrário, consagrou-se, expressamente, a atribuição de um valor econômico ao bloco de controle da companhia aberta, justificando-se, pois, que as ações que integram tal bloco recebam um preço superior ao dos acionistas minoritários, por ocasião de sua alienação" (Ibidem. p. 421).

108 "Na incorporação, fusão e cisão não há operação de alienação de ações do bloco de controle: as ações são transferidas como um dos elementos do patrimônio da sociedade controlada participante da operação. Não há preço de alienação das sociedades do bloco de controle, pois os patrimônios das sociedades objeto da operação são avaliados como universalidades, para determinação da relação de troca entre as ações emitidas em virtude da operação e as ações que serão extintas e substituídas. Na avaliação de cada patrimônio, como acontece em universalidades, a soma algébrica dos elementos ativos e passivos geralmente não corresponde ao valor do patrimônio, pois o fato de estarem reunidos e organizados lhes acrescenta valor; além disso, o valor do bloco de controle também constitui intangível. Acresce que o adquirente do controle através de incorporação, fusão ou cisão pode estar participando da operação não porque tenha por objetivo adquirir o controle, mas porque procura a reestruturação das empresas envolvidas. Nesse caso, a aquisição do controle é um efeito paralelo, sendo possível que o adquirente nunca aceitasse pagar o valor (seja qual fosse atribuído) para adquirir isoladamente as ações do bloco de controle". (FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. Op cit. p. 2.014).

Para fins deste estudo, no entanto, deve-se levar em consideração a questão da neutralidade do direito societário com relação a questões concorrenciais<sup>109</sup>. Ainda que as hipóteses de transferência de controle por meio da alienação de ações integrantes do bloco de controle e por meio da realização de operações de reorganização societárias – que implicam a versão de patrimônio de uma sociedade para outra – sejam essencialmente distintas na perspectiva societária, elas podem ser interpretadas de forma semelhante pelo direito concorrencial. O direito da concorrência tem seu foco voltado para a estrutura de mercado; portanto, a transferência do controle acionário é relevante para o direito concorrencial independentemente da modalidade societária pela qual ela se realizou. A defesa da concorrência preocupa-se com “o domínio do agente econômico sobre a organização empresarial alheia”<sup>110</sup>.

Diferentemente da alienação do controle acionário, as operações de reorganização societária não conferem aos acionistas minoritários o direito ao compartilhamento do prêmio de controle, pois não existe pagamento de ágio no preço das ações integrantes do bloco de controle pela sociedade que recebe o patrimônio versado<sup>111</sup>. A proteção do acionista minoritário, neste caso, se dá por meio do direito de retirada, que confere ao acionista dissidente (ou que se absteve ou se

---

109 Fabio Konder Comparato analisa as diferenças de perspectiva do direito societário e do direito concorrencial, ressaltando, no entanto, a existência de pontos de contato e a necessidade de coerência, de forma que os dois sistemas não sejam antagônicos. “Seria com efeito paradoxal o ordenamento jurídico que, de um lado, avaliasse negativamente um comportamento (direito da concorrencial) e, de outro, incentivasse sua prática do ponto de vista organizativo (direito societário)”. (COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 450).

110 Ibidem. p. 451.

111 Deve-se ressaltar, no entanto, a possibilidade da ocorrência de espécie de prêmio, por meio da relação de troca desproporcional em operações de incorporação, fusão e incorporação de ações. Para endereçar a possibilidade de obtenção de benefício particular pelo acionista controlador em incorporações, fusões e incorporações de ações com relações de troca desproporcionais, a Comissão de Valores Mobiliários emitiu o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 e o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008.

ausentou da deliberação) “o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações”<sup>112</sup>.

Assim, o acionista minoritário que não votar a favor da fusão da companhia ou sua incorporação em outra<sup>113</sup> ou, ainda, da cisão da companhia<sup>114</sup> pode pleitear o seu direito de retirada no prazo de trinta dias contados da publicação da ata da assembleia geral ou especial que aprovou a matéria<sup>115</sup>.

O valor do reembolso para fins do direito de retirada não pode ser inferior ao valor do patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia geral, exceto se o estatuto social permitir que ele seja “estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação”<sup>116</sup>.

Dependendo da quantidade de acionistas que exercerem o direito de retirada e do valor de reembolso determinado de acordo com o estatuto social da companhia, nos parâmetros do artigo 45 da LSA, o direito de retirada poderá ser excessivamente oneroso. Nesse caso,

---

112 Artigo 137 da Lei nº 6.404/1976. O direito de retirada é estendido aos acionistas que se absteram ou se ausentaram na deliberação em questão por força do art. 137, § 2º, da Lei nº 6.404/1976.

113 Deve-se ressaltar que, segundo o artigo 137, II, da Lei nº 6.404/1976, não terá direito de retirada “o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação”.

114 Nos termos do artigo 137, III, da Lei nº 6.404/1976, a cisão só dará ensejo ao direito de retirada se houver: “a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; b) redução do dividendo obrigatório; ou c) participação em grupo de sociedades”.

115 Artigo 137, IV e V, da Lei nº 6.404/1976.

116 Artigo 45, § 1º, da Lei nº 6.404/1976.

a administração da companhia pode convocar assembleia geral para reconsiderar a deliberação que deu ensejo ao direito de retirada, se entender que o pagamento do valor de reembolso aos acionistas dissidentes porá em risco a estabilidade financeira da empresa<sup>117</sup>.

#### **4.3.3. Restrição à alienação de ações com base em acordo de acionistas.**

Além das proteções legais, os acionistas podem ainda ter direitos e proteções na alienação do controle acionário previstos em acordo de acionistas, no caso de haver regras sobre a compra e venda de ações e preferência para adquiri-las<sup>118</sup>.

As regras que impõem restrições à transferência de ações, também denominadas acordos de bloqueio, “têm por função restringir a transmissibilidade das ações, presentes e futuras, dos acionistas convenientes”<sup>119</sup>. Embora as partes tenham liberdade para estipular as restrições à transferência de ações em seu acordo, a prática demonstra que elas geralmente tomam a forma de<sup>120</sup>: (i) direito de primeira oferta, por meio da qual o acionista deve ofertar suas ações aos demais acionistas antes de oferecê-las a terceiros, caso pretenda vendê-las; (ii) direito de primeira recusa, segundo a qual o acionista que receber oferta de terceiros pelas suas ações deve conceder o direito

---

117 Artigo 137, § 3º, da Lei nº 6.404/1976. Esse mecanismo “constitui um instrumento de preservação da continuidade da companhia nas hipóteses em que um grande número de acionistas manifesta interesse em exercer o recesso e o preço do reembolso das ações ponha em risco a sua continuidade ou o seu equilíbrio econômico-financeiro”. (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2, p. 235).

118 *Vide* o artigo 118 da Lei nº 6.404/1976: “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede”.

119 CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 274.

120 Um estudo destas e outras restrições à transferência de ações geralmente encontradas em acordos de acionistas pode ser encontrado em CARVALHOSA, Modesto. *Op. cit.* p. 287 e ss.

de os demais acionistas as adquirirem nos mesmos termos e condições; (iii) direito de venda conjunta (*tag along*), segundo o qual os demais acionistas têm o direito de vender suas ações em conjunto no caso de venda por uma das partes do acordo; e (iv) direito de obrigar a venda conjunta (*drag along*), que permite ao acionista obrigar os demais a vender suas ações em conjunto com as dele.

A LSA confere grande eficácia ao acordo de acionistas, assegurando a execução específica de suas disposições<sup>121</sup>. Assim, o acionista que transferir as suas ações em infração ao acordo de acionistas poderá ser forçado a desfazer seu negócio jurídico; o acionista prejudicado poderá, ainda, opor os termos do acordo de acionistas ao terceiro adquirente, caso estes tenham sido averbados no livro de registro de ações<sup>122</sup>.

## **5. Direitos dos acionistas na alienação de controle determinada pelo CADE e proporcionalidade do remédio concorrencial.**

Ao longo do presente estudo, constatou-se que os remédios concorrenciais podem afetar direitos fundamentais de agentes econômicos, como o direito à propriedade privada, protegido constitucionalmente. Nesse sentido, viu-se que os remédios concorrenciais, para que tenham legitimidade – tendo em vista seus possíveis efeitos em direitos fundamentais –, devem obedecer aos parâmetros de adequabilidade, necessidade e proporcionalidade.

A utilização da alienação de controle societário como remédio concorrencial pode afetar não só o direito das partes diretamente envolvidas na operação ou prática sob análise do CADE, mas também de terceiros. Dependendo das circunstâncias do caso e da forma como o remédio concorrencial será implementado, poderá haver a

---

121 Artigo 118, §3º, da Lei nº 6.404/1976.

122 Conforme artigo 118, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

obrigação de realização de oferta pública de aquisição pelo adquirente, exercício de direito de retirada por acionistas minoritários ou a necessidade de observar os termos de eventual acordo de acionistas.

Os diferentes tipos de remédios concorrenciais são classificados em função de sua natureza e seus objetivos. Diversas classificações já foram propostas por autoridades e organismos especializados<sup>123</sup>.

Para os fins do presente estudo, é especialmente relevante a classificação proposta pela Comissão Europeia. Segundo estudo realizado pelo órgão<sup>124</sup>, os remédios devem ser classificados pelos seus objetivos. Nesse sentido, os remédios podem ter como escopo impor obrigação a agente econômico de transferir sua posição de mercado (*commitments to transfer market position*)<sup>125</sup>, retirar-se de acordos de associação ou *joint venture* (*commitments to exit from a JV*)<sup>126</sup>, garan-

---

123 A descrição sobre as classificações utilizadas pela OCDE, International Competition Network (ICN) e Comissão Europeia podem ser encontradas em MATTOS, César. Op. cit. p. 69-70.

124 COMISSÃO EUROPEIA. Merger Remedy Studies. Disponível em: “[http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies\\_study.pdf](http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies_study.pdf)”. Acesso em: 4 de abril de 2015.

125 Os remédios para transferir posição de mercado seriam estruturais por natureza, pois demandariam a transferência de ativos de um agente para o outro. A exceção seria na hipótese de licenciamento de direitos de propriedade intelectual, que envolvia não só um componente estrutural, mas também comportamental (isto é, obrigação de manter licenciamento de direitos sob determinadas condições por um certo período de tempo). Assim, segundo o estudo, os remédios de transferência de posição de mercado “aimed at re-creating the competitive strength of a business in the hands of a suitable purchaser who exercises a sufficient competitive constraint on the merging parties” (COMISSÃO EUROPEIA. Merger Remedy Studies. Disponível em: “[http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies\\_study.pdf](http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies_study.pdf)”. Acesso em: 4 de abril de 2015).

126 Um dos casos mais importantes na jurisprudência brasileira acerca de remédios estruturais refere-se à aplicação de remédio que impôs à saída de um agente econômico de uma joint venture. No caso referente à aquisição, por sociedade do grupo Coca-Cola, do controle da Leão Júnior S.A. (CADE, ato de concentração nº 08012.001383/2007-91, Relator Conselheiro Paulo Furquim de Azevedo, aprovado com restrições em 17 de junho de 2009), o CADE condicionou a realização da operação à saída do Grupo Coca-Cola da joint venture com o Grupo Nestlé – responsável pela produção de bebidas da marca Nestea –, um dos principais concorrentes da Leão Júnior S.A.

tir acesso a concorrentes (*commitment to grant access*)<sup>127</sup> e outros tipos obrigação<sup>128</sup>.

Dentre os remédios que têm como objetivo transferir a posição de mercado de agente econômico, a Comissão Europeia destaca: (i) alienação do controle de sociedades que já possuem um negócio viável; (ii) alienação de unidade de negócio retirada de uma estrutura empresarial mais ampla; (iii) alienação de combinação de ativos de mais de um agente econômico (estratégia denominada “*mix and match*”); e (iv) licenciamento de longo prazo de direitos de propriedade intelectual.

Os remédios estruturais referentes à transferência de posição de mercado podem apresentar problemas que limitam a sua eficácia, como a insuficiência dos ativos do ponto de vista da viabilidade econômica, dependência de agentes verticalmente relacionados (clientes ou fornecedores), limitações geográficas, questões referentes ao ciclo do produto, dentre outros<sup>129</sup>. Esses problemas são menos prováveis

---

127 Este tipo de remédio foi utilizado recentemente pelo CADE na operação referente à incorporação de ações da América Latina Logística S.A. pela Rumo Logística Operadora Multimodal S.A. (CADE, ato de concentração nº 08700.005719/2014-65, Relator Conselheiro Gilvandro Vasconcelos Coelho de Araújo, aprovado com restrições em 11 de fevereiro de 2015). No caso, o CADE condicionou a realização da operação, dentre outras obrigações, à garantia de “acesso e utilização das atividades relacionadas à Operação de maneira isonômica e não discriminatória, seja na oferta, na contratação e na prestação de (i) serviços de transporte ferroviário, (ii) serviços de transbordo, (iii) serviço de armazenagem e (iv) serviço de elevação portuária”.

128 No Brasil, o CADE já aplicou remédios que poderiam ser enquadrados nesta categoria, como: (i) a obrigação de utilizar ativos observando índices mínimos de eficiência (CADE, ato de concentração nº 08012.008378/2011-95, Relator Conselheiro Ricardo Machado Ruiz, aprovado com restrições em 10 de outubro de 2012); (ii) a obrigação da companhia para que não forneça informações relevantes a concorrente que adquiriu participação minoritária em seu capital social (CADE, ato de concentração nº 53500.012487/2007, Relator Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo, aprovado com restrições em 28 de abril de 2014); e (iii) a obrigação de garantir a portabilidade de clientes no período de quatro anos após a realização de uma operação (CADE, ato de concentração nº 08012.011736/2008-41, Conselheiro Relator César Costa Alves de Mattos, aprovado com restrições em 4 de agosto de 2010).

129 O estudo realizado pela Comissão Europeia identificou determinados problemas referentes ao escopo e à suficiência do remédio que podem limitar a sua efetividade. Assim, o estudo

de ocorrer quando se transfere o controle de uma sociedade já operacional e viável economicamente.

Não obstante, a experiência do CADE demonstra que o tipo de remédio estrutural mais utilizado é, justamente, a alienação de pacote de ativos<sup>130</sup>, sendo que um quarto dessas medidas corresponde à modalidade *mix and match*, que é mais suscetível de erros e limitações com relação à sua eficácia<sup>131</sup>. Até o momento, não há decisão de aplicação do remédio referente à venda do controle de sociedades pelo CADE, apesar de haver registros acerca da determinação da venda de participações minoritárias.

A alienação de participações societárias minoritárias já foi utilizada pelo CADE tanto para corrigir problemas estruturais do mercado (concentração) quanto para endereçar questões comportamentais de agentes econômicos.

Em caso referente à formação de cartel, no qual os seus mem-

---

aponta os seguintes potenciais problemas: “(1) insufficient consideration of upstream and/or downstream dependence (vertical relationships); (2) insufficient consideration of geographic limitations; (3) insufficient consideration of what constituted the ‘critical mass’ necessary to create a viable divested business; (4) insufficient consideration of ‘product cycle effects’; and (5) failure to delineate the proper scope of IPRs” (COMISSÃO EUROPEIA. Merger Remedy Studies. Disponível em: “[http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies\\_study.pdf](http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies_study.pdf)”. Acesso em: 4 de abril de 2015).

130 Conforme recente estudo de Patricia Semensato Cabral, “33% dos remédios foram do tipo ‘venda de um pacote de ativos’; 28% do tipo ‘venda de uma unidade de negócios’; 13% do tipo ‘venda/licenciamento de ativos intangíveis’; e 20% compreendem outros tipos de remédios estruturais. Cerca de 6% dos remédios foram classificados como indisponíveis/confidenciais” (CABRAL, Patricia Semensato. Remédios em atos de concentração: uma análise da prática do CADE. Disponível em: “<http://www.seae.fazenda.gov.br>”. Acesso em: 4 de abril de 2015).

131 “Dos casos de venda de um pacote de ativos ou de venda/licenciamento de ativos críticos intangíveis, 25% envolveram remédio do tipo mix-and-match, ou seja, remédios que combinam, ou permitem que as firmas decidam combinar ou não, ativos de ambas as empresas envolvidas na fusão. As soluções mix-and-match, portanto, são minoritárias, o que é positivo dado que tais soluções em geral estão associadas a maiores riscos de erros” (CABRAL, Patricia Semensato. Remédios em atos de concentração: uma análise da prática do CADE. Disponível em: “<http://www.seae.fazenda.gov.br>”. Acesso em: 4 de abril de 2015).

bros utilizaram participações minoritárias cruzadas para dar estabilidade ao acordo<sup>132</sup>, o CADE determinou o desfazimento de tais relações, obrigando as partes a alienar as participações que detinham no capital social de seus concorrentes<sup>133</sup>. Desse modo, a autarquia utilizou a alienação de participação societária para corrigir um problema de natureza estrutural, mas que tinha resultado essencialmente de caráter comportamental, pois facilitava a uniformização de condutas dos agentes.

No âmbito do ato de concentração, o CADE também já utilizou a alienação de participação societária minoritária de concorrente para remediar concentração excessiva de mercado e a possibilidade de atuação concertada<sup>134</sup>. Segundo entendimento da autarquia, o risco de dano concorrencial permaneceria ainda que a participação minoritária tivesse propósito meramente financeiro<sup>135</sup>.

---

132 CADE, processo administrativo nº 08012.011142/2006-79, Relator Conselheiro Alessandro Octaviani Luis, julgado em 28 de maio de 2014.

133 Conforme o voto do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis, “tais participações devem ser, absoluta e totalmente, desfeitas, tornando essas antigas ‘parceiras’ obrigatoriamente livres das cartelizadoras, criando-se mais um ponto de pressão ao cartel, gerando outro elemento de dinâmica onde o cartel quis estática, trazendo mais possibilidades de preços e estratégias distintos onde o cartel quis uniformização”.

134 CADE, ato de concentração nº 08012.009198/2011-21, Relator Conselheiro Eduardo Pontual Ribeiro, aprovado mediante a assinatura de Termo de Compromisso de Desempenho em 9 de abril de 2014.

135 Como decidido no ato de concentração nº 53500.012487/2007, mesmo a participação minoritária passiva pode causar danos concorrenciais. Neste sentido, o Conselheiro Eduardo Pontual Ribeiro afirmou em seu voto no ato de concentração nº 08012.009198/2011-21: “[a] extensa análise deste caso, incorporando as informações da longa instrução e do significativo volume de dados trazidos pela Requerente permite uma conclusão embasada de alta probabilidade de exercício de poder de mercado induzido pela participação minoritária na CSN, rival no extremamente concentrado mercado aços planos, na USIMINAS, maior empresa deste mercado relevante. Esta probabilidade se mantém mesmo que consideremos a participação minoritária geradora de, apenas, um interesse financeiro na investida. É exatamente esta participação minoritária que conduz a conclusão deste voto. Desta forma a posição da CSN sobre a USIMINAS deve ser reduzida, para retornar o mercado a patamar concorrencial compatível com aquele anterior à operação”.

Ainda que prefira a solução pela venda de conjunto de ativos, é provável que o CADE utilize a alienação do controle em casos futuros cuja complexidade justifique tal medida, tendo em vista a recomendação de órgãos de defesa da concorrência de outras jurisdições e de entidades especializadas em política concorrencial para que haja preferência pela alienação de unidades independentes e autônomas (*stand-alone business*)<sup>136</sup>.

O motivo de o CADE preferir a combinação de ativos à alienação do controle acionário – que resultaria, na maior parte das vezes, no desinvestimento de uma unidade autônoma e operacional – provavelmente tem relação com o parâmetro da proporcionalidade dos remédios concorrenciais, pois a venda de uma unidade inteira pode ser excessiva com relação ao problema que se pretende solucionar<sup>137</sup>. Ademais, tendo em vista os possíveis ônus impostos ao alienante do controle – sejam eles decorrentes da LSA, sejam decorrentes de acordo de acionistas –, soluções menos intervencionistas são preferidas pelo CADE<sup>138</sup>.

---

136 “Assim, recomenda-se sempre alienar uma combinação de ativos que seja capaz de operar de forma independente de transações/relações com o alienante, os chamados negócios autônomos (*stand-alone*). Assim, é desejável que o pacote de desinvestimentos dependa o menos possível do alienante, o que inclui o fornecimento de insumos, assistência técnica, pessoal ou outras formas de cooperação do alienante. A capacidade de atuação autônoma do negócio de desinvestimento é bastante favorecida pela alienação de uma entidade de negócio preexistente e que já opere no mercado de forma independente” (MATTOS, César. Op cit. p. 73).

137 Este fundamento é ressaltado por César Mattos. Conforme o autor, “[o] principal problema da alienação de uma unidade de negócio preexistente e autônoma, no entanto, são os princípios 5 da proporcionalidade e 6 da intervenção minimalista, haja visto que o mercado no qual se constatou problema competitivo pode ser uma parte bem menor que aquele negócio” (Ibidem. p. 74).

138 Os impactos do remédio concorrencial na esfera de terceiros foram alvo de preocupação pelo CADE no ato de concentração nº 08012.009198/2011-21. Neste caso, o Conselheiro Eduardo Pontual Ribeiro adotou, no item 219 de seu voto, algumas precauções para evitar a volatilidade do valor das ações que seria resultante da alienação de um grande número de ações por um acionista com participação minoritária relevante. “Para minimizar o impacto gerado pela retirada de volume significativo de ações do giro diário por parte da aquisição de posição pela CSN, será permitido o aluguel de ações em condições fragmentadas, anônimas concor-

Assim, não obstante a recomendação, pela doutrina especializada e prática internacional, de que seja dada preferência à venda da unidade de negócio autônoma na aplicação de remédios estruturais com o objetivo de transferir posição de mercado, no Brasil a alienação do controle acionário como forma de transferir a titularidade de uma empresa existente, estruturada e independente deve ser vista como um último recurso, em razão do parâmetro da proporcionalidade dos remédios concorrenciais. A proporcionalidade, neste caso, não deve ser entendida somente em termos econômicos – no que diz respeito à suficiência do remédio proposto para corrigir o problema concorrencial identificado –, mas também em termos jurídicos, de modo a minimizar os impactos da medida no direito de propriedade privada das partes.

Nesse sentido, o CADE deve levar em consideração, em sua decisão, o impacto do remédio concorrencial no patrimônio de terceiros. A alienação do controle acionário de modo forçado pode resultar na depreciação de seu valor, prejudicando acionistas minoritários que possam ter direito à venda conjunta<sup>139</sup> como a única possibilidade de saída do investimento que possa garantir uma liquidez que efetivamente ficaria prejudicada com a alienação forçada do controle. Além disso, condições adicionais que podem eventualmente ser impostas pelo órgão de defesa da concorrência, como a venda do controle acionário em determinado prazo<sup>140</sup> e a necessidade da apresentação imediata de um comprador (*upfront buyer*), podem reduzir ain-

---

renciais, através da CBLC. Esta minimização do impacto também orienta o prazo para alcance da redução do interesse financeiro e também permite que interessados em utilizar ações da CSN para composição de quórum em Assembleias tenham uma oportunidade de alcançar algumas das ações da CSN, sem induzi-la a contradição de participação nestas Assembleias”.

139 Por força do acordo de acionistas ou pela aplicação do artigo 254-A da Lei nº 6.404/1976.

140 A imposição de um prazo – geralmente curto – para a realização da venda justifica-se pela depreciação natural dos ativos, especialmente se permanecerem inoperantes durante o período da alienação.

da mais o preço das ações do bloco de controle; no limite, as ações podem ser alienadas a um valor de liquidação forçada (*fire sale*)<sup>141</sup>.

Desse modo, a alienação do controle acionário como remédio concorrencial, conforme previsto no artigo 38, V, e no artigo 61, § 2º, III, da Lei nº 12.529/2011, somente poderá ser utilizada pelo CADE se atendidos os seguintes critérios: (i) se a medida for proporcional, necessária e adequada para a correção do problema concorrencial identificado; (ii) se não houver medida menos gravosa e intervencionista do ponto de vista do direito de propriedade das partes envolvidas; e (iii) se a medida não afetar de forma substancial os direitos patrimoniais de eventuais acionistas minoritários, tanto no caso de direitos decorrentes da LSA (ou do mercado autorregulado como Bovespa) como no daqueles decorrentes de acordos de acionistas, se houver.

Caso esses critérios não sejam atendidos, o CADE não poderá utilizar a alienação do controle acionário como remédio concorrencial e deverá optar por outros tipos de medidas, como o de combinação de ativos.

---

141 A Comissão Europeia e os órgãos de defesa da concorrência norte-americanos – DOJ e *Federal Trade Commission* (“FTC”) –, inclusive, determinam ou recomendam que os ativos a serem transferidos sejam alienados a valor de liquidação forçada, caso haja dificuldade em se obter comprador. Assim, o DOJ e FTC afirmam: [a] purchaser’s interests are not necessarily identical to those of the public, and so long as the divested assets produce something of value to the purchaser (possibly providing it with the ability to earn profits in some other market or to produce weak competition in the relevant market), it may be willing to buy them at a fire-sale price regardless of whether they cure the competitive concerns” (DEPARTMENT OF JUSTICE; FEDERAL TRADE COMMISSION. *Antitrust Policy to Merger Remedies*. Disponível em: <http://www.justice.gov/>. Acesso em 4 abr. 2015). Da mesma forma, a Comissão Europeia afirma que a cláusula de fire sale é prática comum da Comissão: “[b]ecause of these serious negative consequences, the Commission systematically insists that divestiture deadlines are conditions to its clearance decisions and, if time runs out, it expects the parties to pass on the divestiture process to an independent divestiture trustee who has the task of selling the business within a short extra period of time, if necessary, at no minimum price in a so-called ‘fire-sale’. Nowadays, the Commission considers firesale provisions standard practice for divestiture commitments” (COMISSÃO EUROPEIA. *Merger Remedy Studies*. Disponível em: “[http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies\\_study.pdf](http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies_study.pdf)”. Acesso em: 4 de abril de 2015.).

## **Conclusão.**

O direito da concorrência tem fundamento eminentemente público, tendo em vista que a coletividade é titular dos bens protegidos pela legislação concorrencial<sup>142</sup>. Não obstante as decisões do CADE incidam sobre atos e negócios jurídicos de natureza privada, podem afetar direitos fundamentais das partes envolvidas. Nesse sentido, o regulador deve proteger os valores da livre concorrência e livre iniciativa e, ao mesmo tempo, respeitar os direitos privados dos agentes econômicos, observando, em todas as suas decisões, os parâmetros de proporcionalidade e razoabilidade, de modo a minimizar os efeitos de sua atuação sobre tais direitos.

Os remédios concorrenciais são medidas utilizadas pelo órgão concorrencial para corrigir determinado dano, potencial ou existente, ao mercado. Os remédios se dividem, conforme sua natureza e finalidade, entre estruturais e comportamentais. Em ambas as modalidades, os remédios concorrenciais afetam diretamente a propriedade privada ou a autonomia da vontade dos agentes econômicos. Desse modo, tais medidas devem observar os parâmetros da proporcionalidade, adequabilidade e necessidade.

No caso da alienação do controle acionário, o remédio concorrencial pode afetar direitos patrimoniais de terceiros. Por esse motivo, o CADE deve levar em consideração, na verificação da proporcionalidade da medida, os efeitos que a imposição da venda do controle acionário como remédio concorrencial pode causar na esfera de terceiros. Caso o ônus seja excessivo, a autarquia deverá dar preferência a soluções menos intervencionistas, como a alienação de combinação de ativos.

---

142 Conforme o parágrafo único do artigo 1º da Lei nº 12.529/2011: “Art. 1º [...] Parágrafo único. A coletividade é a titular dos bens jurídicos protegidos por esta Lei”.

# ASPECTOS JURÍDICOS DA LOGÍSTICA DO COMÉRCIO ELETRÔNICO<sup>1</sup>

## LEGAL ASPECTS OF E-COMMERCE LOGISTICS

*Eduardo Tomasevicius Filho*

*Resumo:* Este artigo tem por objetivo a análise de aspectos legislativos e jurisprudenciais da logística do comércio eletrônico em perspectiva interdisciplinar. Reconhecendo-se a importância dessa forma de exercício de atividade empresarial, partiu-se do princípio de que muito destaque se confere ao estabelecimento virtual e pouca atenção aos seus aspectos logísticos. Fez-se apresentação dos principais conceitos de logística e dos contratos relacionados a essa atividade, sendo que o principal deles é o contrato de transporte, pelo fato de que os produtos não são retirados pelos clientes, mas, sim, entregues fora do estabelecimento. Analisou-se a legislação aplicável, em especial, o Código Civil, a Lei nº 11.442, de 5 de janeiro de 2007 e o Código Brasileiro de Aeronáutica. Selecionaram-se acórdãos para ilustrar problemas cuja causa estava em deficiências de logística, como aqueles com transportadores ou má gestão dos estoques. Concluiu-se que a jurisprudência impõe responsabilidade objetiva ao transportador por extravio de mercadorias, mas reconhece que, em caso de furto ou roubo, exclui-se essa responsabilidade com fundamento no conceito de caso fortuito externo, o que importa a assunção do prejuízo pelo fornecedor. Também se observou que se tem

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 02.12.2018 e aceito em 14.12.2018.

imputado responsabilidade ao fornecedor por mora no atraso na entrega e está obrigado à entrega do produto em um turno, sendo vedado entrega em “horário comercial”. Os Correios respondem objetivamente por extravio de mercadorias, mas, devido ao aumento da demanda por serviços de entrega de produtos importados, podem sim cobrar tarifa adicional dos clientes.

*Palavras-chave:* Logística. Comércio eletrônico. Contrato de transporte de mercadorias. Responsabilidade civil do transportador. Correios.

*Abstract:* This paper is about legal aspects of e-commerce logistics in an interdisciplinary perspective. Due to its importance as a way to make business, the author stated that too much importance is given to virtual stores and little attention is paid to e-commerce logistics. The main concepts of logistics and contracts related to this activity were presented. The main contract in this activity is carriage contract, because the products are not withdrawn by customers, but delivered outside the stores. The applicable legislation was analyzed, in particular, the Civil Code, as well as Law nº 11.442, on January 5<sup>th</sup>, 2007 and the Brazilian Air Navigation Code. Selected case law reports were analyzed to illustrate facts that were caused by logistic deficiencies, such as problems with conveyors or poor stock management. It was concluded that Brazilian case law imposes strict liability on the carrier for loss of goods, but acknowledges that this liability is excluded due to force majeure in case of theft or robbery, which implies that the carrier assumes the loss. It was also observed that the supplier is liable for delay in delivery of goods and is subject to penalty, as well as is forbidden to delivery them along the “business time”. The Brazilian Courier is strictly liable to lost of goods, but it can charge additional fees due to the increased demand for imported goods delivery services.

*Keywords:* Logistics. E-commerce. Carriage contract. Carrier’s liability. Courier.

*Sumário:* Introdução. 1. Considerações sobre logística. 2. Contratos aplicáveis à logística do comércio eletrônico. 3. Problemas relacionados com a logística do comércio eletrônico. 3.1. Avaria e perda das mercadorias. 3.2. Mora no envio, no recebimento e na coleta de mercadorias. 3.3. Mercadorias importadas da China. Conclusão.

## **Introdução.**

O comércio eletrônico, que surgiu com a abertura comercial da *Internet* em 1994 e ganhou destaque a partir do ano 2000, desenvolveu-se de modo significativo nessas duas últimas décadas, consolidando-se como novo modelo de realização de vendas. No início, era apenas mais uma alternativa ao comércio tradicional e dava-se excessiva importância à divisão do comércio eletrônico entre B2B (*business to business*) e B2C (*business to consumers*). Porém, a dimensão atual dessa atividade assumiu formato autônomo e, em certos ramos de negócios, poderá até mesmo ocupar o espaço explorado dos estabelecimentos físicos, pela praticidade que este proporciona aos consumidores de receber os produtos e serviços em casa, economizando-se tempo. Inclusive uma dessas empresas que atuam nesse setor, tornou-se, em janeiro de 2019, a empresa mais valiosa do mundo.<sup>2</sup> O comércio eletrônico contribuiu para o estabelecimento de uma economia global, pela facilidade de realização de contatos entre vendedores e compradores em todas as partes do mundo, e não mais apenas com as grandes empresas transnacionais, que atuavam em dezenas de países por meio de suas subsidiárias e filiais.

---

2 ESTADÃO CONTEÚDO. Amazon supera Microsoft e torna-se a maior empresa do mundo em valor de mercado. *Revista IstoÉ*, São Paulo, 7 jan. 2019. Disponível em: “<https://istoe.com.br/amazon-supera-microsoft-e-torna-se-maior-empresa-do-mundo-em-valor-de-mercado/>”. Acesso em: 7 jan. 2019.

Análises dos aspectos jurídicos do comércio eletrônico, em especial, no início dos anos 2000, destacavam a formação dos contratos pela *Internet*.<sup>3</sup> Vinte anos depois, já se definiu que aos contratos eletrônicos se aplicam as regras relativas aos contratos entre ausentes, tanto em nível nacional quanto internacional. É pacífico o entendimento acerca da aplicação do Código de Defesa do Consumidor a essas transações, sobretudo no tocante às regras sobre oferta. Consolidou-se a proteção jurídica do estabelecimento virtual, conceito este adaptado do conceito de estabelecimento físico,<sup>4</sup> ao reconhecerem-se aos estabelecimentos virtuais, por exemplo, a vedação à concorrência desleal, mediante a proteção do título de estabelecimento e marcas, com a proibição do uso desses elementos por terceiros como nomes de domínio na *Internet*, quando registrados por terceiros. Tutelam-se os *layouts* dos *websites* por meio das regras relativas aos direitos autorais.<sup>5</sup> Além disso, a *Internet* interfere no funcionamento do mercado geográfico, porque esta permite a ampliação do “mercado relevante” para fins de análise da defesa da concorrência.

No entanto, pouco se discute o modo pelo qual as mercadorias chegam aos compradores ou consumidores. Trata-se de um problema para o qual somente se dá atenção em situações drásticas, como no caso da greve dos caminhoneiros de maio de 2018, a qual afetou o abastecimento em todo o Brasil. Muito se lamenta, mas pou-

---

3 Cf. BARBAGALO, Erica Brandini. *Contratos eletrônicos: contratos formados por meio de redes de computadores peculiares jurídicas da formação do vínculo*. São Paulo: Atlas, 2001; CARVALHO, Ana Paula Gambogi. *Contratos via internet: segundo os ordenamentos jurídicos alemão e brasileiro*. Belo Horizonte: Del Rey, 2001.

4 Cf. ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução Fabio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 35, n. 104, p. 109-26, out./dez. 1996; BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil*. São Paulo: Saraiva, 1988.

5 Cf. RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação nº 0108010-82.2013.8.19.0001. Vigésima Quarta Câmara Cível. Relatora: Des. Cintia Santarém Cardinali. Data de Julgamento: 7 nov. 2018; RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação nº 0022437-27.2012.8.19.0061. Décima Nona Câmara Cível. Relator: Des. Juarez Fernandes Folhes. Data de Julgamento: 5 jul. 2018.

co se faz para resolver os problemas das estradas malconservadas e os assaltos aos entregadores de encomendas. Os Correios tiveram que se transformar com o passar dos anos: de empresa de telecomunicações – empresa de correios e telégrafos –, tornou-se, preponderantemente, uma empresa de logística.

Para que existam estabelecimentos virtuais, é imprescindível dar a devida atenção à logística. Considerando a importância do comércio eletrônico para a atividade empresarial, cabe discutir os problemas jurídicos existentes em relação à logística do comércio eletrônico. Nesse trabalho, em perspectiva interdisciplinar, faz-se a apresentação da logística e dos contratos a ela relacionados, que estruturam juridicamente essa atividade, sobretudo pelo fato de que a doutrina<sup>6</sup> dedica mais páginas ao transporte de pessoas em comparação com o transporte de mercadorias. Na parte final, apresentaram-se acórdãos selecionados entre os mais representativos sobre o tema, em que os litígios decorriam de problemas de logística, para uma melhor compreensão do assunto ora analisado.

## **1. Considerações sobre logística.**

A atividade empresarial, que consiste, do ponto de vista jurídico, na organização dos fatores de produção destinada à produção ou à circulação de bens e serviços, conforme disposto no art. 966 do Código Civil brasileiro, requer a boa administração financeira, para que se evite a falência; igualmente, a administração de recursos humanos, para a organização do trabalho, o qual é um dos fundamentos da ordem econômica brasileira (Constituição Federal, art. 170). A administração da produção volta-se à maneira adequada de produzir

---

6 Cf. PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1989; CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de responsabilidade civil*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012; DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: Responsabilidade civil*. 28. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, v. VII.

bens e de realizar a prestação de serviços. A administração de marketing, por sua vez, consiste nos princípios e técnicas voltadas à identificação das necessidades dos clientes, satisfazendo-os e preocupando-se com o modo pelo qual um fabricante ou comerciante deve agir para distinguir-se dos concorrentes, desde a questão de formulação de uma política de preços atraente e os meios de divulgação das marcas, produtos e serviços, até a personalização do que será entregue e a fidelização dos clientes.<sup>7</sup> Porém, de nada adianta preocupar-se em produzir bens e prestar serviços, se o cliente, comprador ou consumidor, não receber o que adquiriu. Assim, destaca-se a importância da logística, por meio da qual se organiza a cadeia de suprimentos e o gerenciamento da circulação dos insumos, matérias-primas, produtos e serviços entre os fornecedores entre si, assim como entre fornecedores e consumidores. Uma das definições de logística é a de Martin Christopher, segundo o qual:

[...] logística é o processo de gerenciamento estratégico da compra, do transporte e da armazenagem de matérias-primas, partes e produtos acabados (além dos fluxos de informação relacionados) por parte da organização e de seus canais de marketing, de tal como que a lucratividade atual e futura sejam maximizadas mediante a entrega de encomendas com o menor custo associado.<sup>8</sup>

A logística é importante na atividade empresarial, para que os clientes sejam atendidos com a maior rapidez e eficiência possíveis, reduzindo-se o tempo do ciclo do pedido, o qual consiste no “tempo decorrido entre o momento de pedido do cliente, a ordem de compra ou requisição do serviço, e aquele da entrega do produto ou serviço

---

7 KOTLER, Philip; KETLER, Kevin Lane. *Administração de marketing*. Tradução: Monica Rosenberg, Claudia Freire e Brasil Ramos Fernandes. 12. ed. São Paulo: Pearson, [s.d]. p. 4.

8 CHRISTOPHER, Martin. *Logística e gerenciamento da cadeia de suprimentos: criando redes que agregam valor*. Tradução: Mauro de Campos Silva. 2. ed. São Paulo: Thomson Learning, 2007, p. 3.

ao cliente”.<sup>9</sup> Com o auxílio da logística, racionaliza-se a organização interna do estabelecimento, reduzem-se custos com a ocupação de espaços de armazenamento, próprios, alugados ou terceirizados, pela prática de atos desnecessários ou contabilmente desvantajosos, ou por causa de demandas regulares, irregulares ou sazonais, conforme o caso. Também se define o modal de transporte mais apropriado para fazer com que o produto seja entregue até o cliente em termos de confiabilidade, custos e volume transportado, bem como a definição dos roteiros mais convenientes a serem percorridos pelos veículos.<sup>10</sup> Em outras palavras, a logística concorre para que o empresário organize os fatores de produção da melhor maneira possível e cumpra os contratos por ele celebrados.

Transportes e estoques são as duas atividades primárias da logística. Para que o cliente receba o que adquiriu, são necessárias dezenas de operações de logística, que giram em torno desses dois elementos. Ronald H. Ballou,<sup>11</sup> considerado o grande expoente dessa matéria, apontou que se faz necessário fixar o padrão de qualidade que será oferecido em termos de satisfação e agilidade no atendimento. Porém, quanto mais rápida for a entrega dos produtos, maiores os custos envolvidos nessa operação. Problemas de transporte, como greves e disputas por fretes impactam no deslocamento dos produtos e, caso sejam percíveis, geram prejuízos inevitáveis. Os estoques, que, na definição de Ballou, são o “pulmão” da empresa em termos de oferta e procura por garantirem a disponibilidade dos produtos comercializados, são decisivos para o maior ou menor tempo de entrega, ou até mesmo por estar esgotado. Outro elemento a ser levado em consideração é o processamento interno dos pedidos, porque impactam no tempo de entrega dos produtos. São também as atividades de suporte, entre as quais a armazenagem, a manipulação, embala-

---

9 BALLOU, Ronald H. *Gerenciamento da cadeia de suprimentos/Logística empresarial*. Tradução: Raul Rubenich. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006, p. 97.

10 BALLOU, Ronald H., op. cit., p. 191.

11 Ibidem, p. 32-33.

gem, realização de compras para reposição dos estoques e a administração das informações sobre esse processo.

Em termos de fluxo de procedimentos, as operações de logísticas podem dividir-se em logística de entrada, que se volta à obtenção de suprimentos para a atividade que realiza; a logística interna, que consiste nas atividades de processamento dos materiais ou produtos adquiridos, entre as quais a conferência dos que foi adquirido, a fabricação, a armazenagem e a embalagem; e a logística de saída, que consiste na entrega dos produtos aos distribuidores, atacadistas e varejistas, ou na entrega direta ao consumidor.<sup>12</sup> Ademais, existe a denominada logística direta, por meio da qual se disciplina o deslocamento dos produtos e serviços dos fornecedores em direção aos consumidores, e a denominada logística reversa, por meio da qual se organiza o retorno dos produtos defeituosos para o fabricante ou aqueles que devem ser recolhidos pelos fornecedores por questões ambientais, como no caso de resíduos sólidos, nos termos da Lei nº 12.305, de 2 de agosto de 2010.

Geralmente se costuma pensar a logística na organização de uma fábrica ou no sistema de distribuição de produtos de uma loja física. Porém, a logística também está presente nos estabelecimentos virtuais. A comercialização de produtos e serviços dá-se por intermédio de um *website*, o qual se denomina, por analogia, de estabelecimento virtual. Nesse tipo de operação, a organização logística varia consideravelmente. De um lado, tem-se a logística das grandes redes de varejo, nacionais ou estrangeiras, que comercializam produtos específicos, como no caso de livrarias virtuais, ou aquelas que oferecem enorme variedade de produtos, como os grandes magazines e lojas de departamentos, os quais têm estabelecimentos virtuais, ao lado da rede própria de lojas físicas. Ao lado destas, existem os grandes estabelecimentos totalmente virtuais. Essas empresas dispõem de centros

---

12 HARA, Celso Minoru. *Logística: armazenagem, distribuição e trade marketing*. Campinas: Alínea, 2013, p. 36-37.

próprios de armazenamento, ou atuam com empresas especializadas de logística voltadas a essa atividade. De outro lado, há os pequenos empresários que, em geral, têm estoques de reduzido volume, guardando consigo os produtos ou contratando empresas de logística especializadas nesse segmento de comércio eletrônico, as quais oferecem a completa terceirização da gestão de estoques, não se limitando ao mero armazenamento, mas também à coleta, embalagem e postagem dos produtos vendidos, assumindo, também, a responsabilidade por danos ocorridos no estoque por meio da contratação de apólice de seguro do local.

Existem *sites* na *Internet*, nacionais ou estrangeiros, que atuam como intermediadores entre vendedores e compradores, cobrando comissões dos vendedores pelas vendas realizadas. Nestes casos, podem os vendedores ser pessoas naturais, como também podem ser pessoas jurídicas, em geral, microempreendedores individuais ou microempresários, que veem nesses *sites* a oportunidade de comercialização de seus produtos, incluindo a importação de produtos da China para o Brasil. A logística de transportes nestes casos está baseada nos Correios, fato este que trouxe desafios importantes de organização interna das atividades para esta empresa pública. Isso porque, ao longo dos anos, com a automação dos processos operacionais, as cartas eram organizadas por máquinas capazes de realizar a leitura do Código de Endereçamento Postal (“CEP”). Nos últimos anos, diminuiu-se o número de cartas enviadas e aumentou exponencialmente o número de encomendas postadas, cada uma delas em uma embalagem de tamanho único, dificultando o processamento dessas mercadorias e exigindo o transporte de cargas cada vez mais pesadas e valiosas, o que desperta o interesse de criminosos pelas cargas transportadas, encarecendo o preço dos serviços.

## **2. Contratos aplicáveis à logística do comércio eletrônico.**

Para que a logística do comércio eletrônico – como a do comércio em geral – se desenvolva adequadamente, no intuito de satis-

fazer as necessidades dos clientes no menor intervalo de tempo possível e pelo preço mais baixo, o direito tem importância especial para assegurar que as expectativas geradas pelo empresário em face de seus clientes serão confirmadas. Por exemplo, em uma simples compra e venda realizada pela *Internet*, o produto deve estar disponível em estoque – o que implica ter sido previamente adquirido perante o fornecedor – ou ser rapidamente adquirido para revenda, caso não se trabalhe com estoque grande volumoso. Este também necessita ser adequadamente retirado da estante em que se encontra armazenado e devidamente embalado para remessa ao cliente. Nesse sentido, há importantes elementos de logística de entrada e logística interna, que impactam no tempo de processamento do pedido realizado pelo cliente.

Sem dúvida, a logística de saída é o aspecto mais sensível nessa atividade, porque a saída do produto do estabelecimento do fornecedor importa enormes riscos, já que estes são imputados ao vendedor até o momento da tradição da coisa, conforme disposto no art. 234 do Código Civil brasileiro. O tempo que o transportador leva para entregar o produto – seja este uma transportadora ou os Correios – é elemento fundamental de logística, porque exige maiores custos para a realização de entrega personalizada ou a organização empresarial mais sofisticada, para conseguir a máxima eficiência no roteiro realizado pelo transportador em determinado dia, levando em conta, inclusive, o horário de entrega do produto ao cliente.

Pelo fato de que o consumidor não teve a oportunidade de testar ou visualizar *in loco* o que adquiriu, este pode ter tido um sentimento viciado por erro ou dolo, e ter adquirido o que não desejava. O art. 49 do Código de Defesa do Consumidor assegura o denominado “prazo de reflexão”, que consiste no exercício do poder jurídico de resilição do contrato de compra e venda realizada fora do estabelecimento físico no prazo de sete dias, a contar da data efetiva de entrega do produto em domicílio. Os custos de coleta da mercadoria são arcados pelo fornecedor. Porém, para que o prazo de refle-

xão tenha efetividade, é preciso ter a logística reversa, por meio da qual se fará a coleta do produto por um transportador.

Assim, do ponto de vista jurídico, três são os contratos imprescindíveis para uma boa gestão de logística. São o contrato de transporte, o contrato de seguro e o contrato de armazenagem.

A atividade de transporte é bastante antiga, mas a sua regulamentação remonta ao século XIX, com o surgimento do transporte ferroviário. Antes disso, o “comissário de transportes”, qualificado como “agente auxiliar do comércio”, tinha sua atividade disciplinada nos termos dos arts. 98 a 118 do Código Comercial de 1850. Com o desenvolvimento das ferrovias em diversos países, entre os quais, o Brasil, foi necessário legislar sobre a matéria entre o fim do século XIX e o início do século XX. No Brasil, o Decreto nº 2.681, de 26 de dezembro de 1912, que fixava a responsabilidade civil das estradas de ferro, tornou-se importante marco da responsabilidade civil no direito brasileiro, porque estabelecia presunções de culpa que, na prática, eram equivalentes à responsabilidade civil objetiva. Tempos depois, a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal editou súmulas importantes sobre transporte, entre as quais as que tornavam inoperantes as cláusulas de não indenizar. Na década de 1980, promulgaram-se duas leis sobre transporte. No caso de transporte rodoviário de cargas, a Lei nº 6.813, de 10 de julho de 1980 e, para transporte aéreo de cargas, o Código Brasileiro da Aeronáutica (Lei nº 7.565, de 19 de dezembro de 1986). Somente com o Código Civil de 2002 que o transporte se tornou um contrato típico, com nítida influência do Código Civil italiano de 1942. Está em vigor no Brasil a Lei nº 11.442, de 5 de janeiro de 2007, que trata do transporte rodoviário de cargas e revogou a Lei nº 6.813, de 1980, assim como o contrato de transporte aéreo de cargas está disciplinado entre os arts. 235 a 245 do Código Brasileiro de Aeronáutica.

O contrato de transporte de mercadorias, nos termos dos arts. 743 a 756 do Código Civil, estabelece como obrigação do remetente a identificação da natureza da coisa, seu peso e quantidade, o ende-

reço do destinatário e estar devidamente embalada. Por outro lado, cabe ao transportador emitir o conhecimento de transporte de mercadorias,<sup>13</sup> levar a coisa até o local dentro do prazo previsto, tomando as cautelas para que chegue ao destinatário em bom estado e entregá-la ao destinatário ou comunicar a disponibilidade de retirada da mesma, caso isso seja avençado no contrato. O art. 750 do Código Civil estabelece a responsabilidade civil do transportador, a qual é limitada ao valor do conhecimento de transporte, e inicia-se com o recebimento da mercadoria e cessa com a sua entrega ao destinatário ou depósito em juízo. De acordo com o art. 754 do Código Civil, o destinatário da mercadoria deve conferir e apresentar reclamações contra avarias permanentes, sob pena de decadência de seu direito; no parágrafo único deste artigo, em se tratando de perda parcial ou avaria não perceptível à primeira vista, esse prazo decadencial será de dez dias.

Já a Lei nº 11.442/2007, por ser lei especial, complementa ou afasta o disposto no Código Civil, dentro de sua especificidade de transporte rodoviário de cargas. O art. 6º desta lei estabelece que o instrumento do contrato pode ser o contrato ou o conhecimento de transporte. O transportador é obrigado a realizar contratação de seguro contra perdas e danos (art. 13). Embora a responsabilidade do transportador tenha início e término do mesmo modo definido pelo Código Civil (art. 7º), a Lei nº 11.442/2007 estabelece as hipóteses de exclusão de responsabilidade civil no art. 12, entre as quais a culpa exclusiva do expedidor ou destinatário da carga, a inadequação da embalagem escolhida pelo expedidor, vício próprio ou oculto da carga, manuseio, embarque, estiva ou descarga não realizados pelo transportador, força maior e caso fortuito e não contratação de seguro de transporte pelo contratante dos serviços.

---

13 Cf. BRASIL. Receita Federal. *Conhecimento de transporte eletrônico*. Brasília, DF, [s.d.]. Disponível em: "<http://www.cte.fazenda.gov.br/portal/>". Acesso em: 20 dez. 2018.

Do mesmo modo, no Código Brasileiro de Aeronáutica, nos termos do art. 245, estabelece-se que a responsabilidade civil do transportador aéreo de cargas se inicia com o recebimento, perdura enquanto a coisa estiver no aeródromo ou a bordo da aeronave, e encerra-se com a entrega final. As hipóteses de exclusão de responsabilidade civil do transportador aéreo de cargas são estas previstas no art. 264 deste Código, entre as quais o atraso por determinação da autoridade aeronáutica do voo, ou que a perda, destruição ou avaria resultou de natureza ou vício próprio da mercadoria, embalagem defeituosa, ato de guerra ou ato de autoridade pública referente à carga.

Importa ainda analisar a natureza jurídica do frete, uma vez que, neste caso, não será o cliente que retirará o produto do estabelecimento físico. Há a possibilidade de uso de drones para entrega dos produtos em domicílio. Essa situação nada afeta a natureza do negócio, pois se trata de transporte não tripulado, continuando a ser, portanto, transporte. Salvo nesse caso excepcional, o transportador é, portanto, agente essencial ao comércio eletrônico. Como o contrato de transporte é celebrado junto com o contrato de compra e venda pela *Internet*, tem-se coligação contratual, sendo o contrato de compra e venda o principal e o contrato de transporte o contrato acessório.

O contrato de seguro é importante para o bom andamento do comércio eletrônico, porque facilita o pagamento das indenizações e, conseqüentemente, a solução dos problemas envolvendo as partes interessadas, em caso de sinistro com as mercadorias ou produtos a serem entregues aos compradores e consumidores. Devido à obrigatoriedade de sua celebração em se tratando de transporte rodoviário de cargas, nos termos do art. 12 da Lei nº 11.442/2007, o contrato de seguro é acessório ao contrato de transporte, sendo, ambos, coligados. Quando ocorre o inadimplemento do contrato de transporte, a seguradora é acionada e deve pagar a indenização completa pelos prejuízos sofridos pelo remetente ou destinatário do produto ou mercadoria. Na hipótese de o sinistro ter sido gerado por terceiro, a segu-

radora pode sub-rogar-se em face deste, nos termos do art. 786 do Código Civil. Todavia, não há sub-rogação por parte da seguradora em face da transportadora, quando o seguro foi por esta contratado, porque, nesta situação, o contrato de seguro é aleatório em sua essência.

Por fim, o terceiro contrato relativo à logística do comércio eletrônico é o contrato de armazenagem, regulado no Brasil pelo Decreto nº 1.102, de 21 de novembro de 1903, como também pelo art. 751 do Código Civil, que estende aos armazéns do transportador as regras relativas ao contrato de depósito. Evidentemente, com a maior complexidade das operações de armazenagem, que permite a completa terceirização da gestão de estoques, a disciplina jurídica dessa relação dá-se no âmbito da autonomia privada das partes.

### **3. Problemas relacionados com a logística do comércio eletrônico.**

De acordo com Celso Minoru Hata, “os consumidores não estão interessados em conhecer de que maneira um produto é transportado ou estocado: eles querem que o nível de serviço de distribuição seja atendido, que o produto desejável seja entregue de maneira rápida e confiável”.<sup>14</sup> Por isso, nenhuma empresa pode desprezar as questões logísticas, sob pena de perda de competitividade ou exclusão do mercado, por não se entregar os produtos e serviços aos compradores e consumidores, gerando insatisfações ou litígios por inadimplemento contratual.

Os problemas de logística levados aos tribunais giram em torno da gestão inadequada de estoques por atrasos na expedição das mercadorias ou até mesmo a não entrega por indisponibilidade em

---

<sup>14</sup> HARA, Celso Minoru, op. cit., p. 158.

estoque. Armazenagem e embalagens inadequadas dos produtos causam avarias nos produtos, que são considerados vícios ou defeitos, conforme a legislação aplicável. Enquanto no estabelecimento físico a tradição da coisa dá-se nesse local e o risco pela perda e deterioração da coisa é do comprador, porque, nesse instante, tornou-se proprietário, o oposto se dá com o comércio eletrônico: o vendedor necessita fazer com que a coisa seja entregue ao comprador fora do estabelecimento, o que aumenta consideravelmente os riscos atinentes a essa operação, em termos de avarias e perdas, bem como de atrasos na entrega.

### **3.1. Avaria e perda das mercadorias.**

O risco de perda ou de perecimento da mercadoria a ser entregue ao comprador, ou o produto a ser entregue ao consumidor, seja por avaria ou nos casos de furto e roubo, é problema relevante na logística do comércio eletrônico.

Embora, nos termos do art. 750 do Código Civil, do art. 12 da Lei nº 11.442/2007 e do art. 262 do Código Brasileiro de Aeronáutica, seja do transportador a responsabilidade por perda ou deterioração em face do fornecedor, a responsabilidade em face do cliente é do vendedor, porque a tradição da coisa não se efetivou, cabendo, evidentemente, o ressarcimento pelo pagamento de indenização por perdas e danos. Nessas hipóteses de perda ou deterioração, cabe ao vendedor, às suas expensas, providenciar outro produto para ser entregue ao comprador, quando se tratar de coisa fungível, ou pagar diretamente a indenização por perdas e danos, quando se tratar de coisa infungível. Cabe observar que, como o contrato de transporte é, neste caso, acessório ao contrato de compra e venda, não se aplica a regra de que o prazo para reclamação de avarias decai imediatamente após o recebimento da coisa pelo destinatário, porque este fato é hipótese de defeito e este deve ser reparado.

A jurisprudência brasileira considera como objetiva a responsabilidade civil do transportador.<sup>15</sup> Curiosamente, esse entendimento, embora amplamente aceito, parece ser equivocados, porque nem art. 750 do Código Civil ou a Lei nº 11.442/2007, a qual foi transcrita supra, estatuem expressamente que o transportador de mercadorias responde independentemente de culpa pelos danos causados aos contratantes do serviço, inclusive até nas hipóteses de caso fortuito e força maior.<sup>16</sup> Ao contrário, no parágrafo único do art. 12, reconhece-se responsabilidade pelo agravamento das perdas e danos a que se deu causa, o que exige prova de culpa. Tampouco se deve confundir responsabilidade objetiva com obrigação de resultado. Não se deveria fundamentar a responsabilidade objetiva do transportador de cargas por analogia à responsabilidade civil do transportador de pessoas. Neste último caso, a responsabilidade civil é objetiva, porque se aplica o Código de Defesa do Consumidor, o qual prevê essa situação de responsabilidade independentemente de culpa no art. 14 e equipara todas as vítimas do evento (*by-standers*) a consumidores, nos termos do art. 17 deste mesmo texto legal. Por isso, dever-se-ia aplicar a regra interpretativa de que não cabe ao intérprete distinguir, se a lei não distinguiu. De qualquer modo, enquanto prevalecer o entendimento de que a responsabilidade civil do transportador de mercadorias é objetiva, isso significa que o fornecedor, em caso de extravio de mercadorias, não precisa fazer prova da culpa do transportador contratado.

Porém, em caso de perda da mercadoria por caso fortuito ou força maior, como nas hipóteses de acidente ou de crime contra o

---

15 Cf. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo de Instrumento no Agravo em Recurso Especial nº 968.878/SP. Quarta Turma. Relator: Min. Marco Buzzi. Data de Julgamento: 9 mar. 2017.

16 Cf. SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível nº 1000661-20.2017.8.26.0372. Décima Oitava Câmara de Direito Privado. Relatora: Des. Carmen Lúcia da Silva. Data de Julgamento: 5 jun. 2018; SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação nº 1003655-66.2014.8.26.0003. Décima Segunda Câmara Extraordinária de Direito Privado. Relator: Des. Tercio Pires. Data de Julgamento: 28 ago. 2015.

patrimônio, a jurisprudência brasileira tinha entendimento de que se tratava de hipótese de caso fortuito interno, impondo-se a responsabilidade ao transportador. Por exemplo, em acórdão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, prolatado em 2013,<sup>17</sup> reconheceu-se que roubo de carga é risco inerente à atividade da transportadora, competindo-lhe a contratação de seguro obrigatório nos termos do art. 12 da Lei nº 11.442, de 2007. O Superior Tribunal de Justiça também havia definido entendimento de que se trata de caso fortuito interno. Merece destaque o caso em que a seguradora propôs ação em face da transportadora para ressarcimento com o pagamento da indenização por fato de roubo de carga muito visada em rodovia conhecida por ter altos índices de crimes.<sup>18</sup> O Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo julgou procedente a ação, por entender que a transportadora deveria ter tomado as devidas precauções, em especial, o tráfego em comboio ou a contratação de escolta armada.

Contudo, o Superior Tribunal de Justiça mudou o entendimento sobre a matéria – seguindo, aliás, o disposto no art. 12 da Lei nº 11.442/2007 – ao admitir a exclusão da responsabilidade do transportador por reconhecer que roubo de carga é hipótese de caso fortuito externo. Esse entendimento surgiu no *leading case* relativo a assalto em transporte coletivo de pessoas e foi estendido ao transporte de cargas, porque se entendeu que nenhuma dessas providências pode garantir que roubos deixarão de acontecer. A exigência de escolta armada somente se justificaria, se expressamente prevista no contrato de transporte, razão pela qual se reformou o acórdão, excluindo a responsabilidade da transportadora. Isso significa que esse custo relativo à logística deixou de ser do transportador para ser suportado pelo fornecedor do produto. Dessa maneira, o fornecedor, na organi-

---

17 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível nº 0005963-77.2009.8.26.0000. Vigésima Segunda Câmara de Direito Privado. Relator: Des. Fernandes Lobo. Data de Julgamento: 16 mai. 2013.

18 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.660.163/SP. Terceira Turma. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Data de Julgamento: 6 mar. 2018.

zação da logística de entrega, deve reduzir seu risco por meio do contrato de seguro.

No caso de extravio de mercadorias por transportador aéreo, a jurisprudência dos tribunais brasileiros é pacífica, no sentido de afastar a limitação da indenização, impondo-se pagamento de indenização total pelos prejuízos sofridos, ao contrário do que se prevê por meio da Súmula nº 161 do Supremo Tribunal Federal e o próprio art. 262 do Código Brasileiro de Aeronáutica, que prevê pagamento de indenização por quilo de mercadoria transportada.<sup>19-20</sup> Esse entendimento é adotado pelo Superior Tribunal de Justiça<sup>21</sup> e seguido pelos tribunais de justiça estaduais.<sup>22</sup> Explicação para essa situação é que o extravio não está relacionado com o risco do deslocamento aéreo, razão pela qual não é correto limitar a indenização a ser paga a quem sofreu o prejuízo. Nesse caso, os custos de logística decorrentes desse procedimento não são imputados ao fornecedor do produto, mas, sim, ao transportador contratado.

Considerando que pode ser necessária a substituição do produto, é importante ao empresário que atua em estabelecimento vir-

---

19 Súmula nº 161: “Em contrato de transporte, é inoperante a cláusula de não indenizar”. 13 de dezembro de 1963. Outras súmulas importantes são a 186 e 187 do Supremo Tribunal Federal.

20 “Art. 262. No caso de atraso, perda, destruição ou avaria de carga, ocorrida durante a execução do contrato do transporte aéreo, a responsabilidade do transportador limita-se ao valor correspondente a 3 (três) Obrigações do Tesouro Nacional — OTN por quilo, salvo declaração especial de valor feita pelo expedidor e mediante o pagamento de taxa suplementar, se for o caso (artigos 239, 241 e 244)”.

21 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 494.046/SP. Quarta Turma. Relator: Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira. Data de Julgamento: 27 mai. 2003; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 744.741/PR. Terceira Turma. Relator: Min. Sidnei Bettini. Data de Julgamento: 1º dez. 2011.

22 Cf. RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação nº 0021500-61.2016.8.19.0001. Vigésima Primeira Câmara Cível. Relatora: Des. Denise Levy Tredler. Data de Julgamento: 30 mai. 2017; SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível nº 1041384-27.2017.8.26.0002. Décima Sexta Câmara de Direito Privado Relator: Des. Miguel Petroni Neto. Data de Julgamento: 4 set. 2018.

tual ter um bom gerenciamento de estoques. Veja-se o caso relativo à compra de refrigerador em um grande estabelecimento virtual brasileiro, o qual foi entregue com avarias aparentes, as quais foram qualificadas como defeito do produto. A solução neste caso consistiu na aplicação do art. 18 do Código de Defesa do Consumidor, o qual prevê que, não solucionado o defeito em trinta dias, o consumidor pode resilir o contrato, recebendo o que pagou; exigir outro produto igual em perfeito estado ou o abatimento proporcional do preço. O estabelecimento virtual alegou, em sua defesa, que não substituiu o produto por não o ter mais em estoque, argumento este que não foi aceito. Por uma questão de má gestão de estoques, houve a condenação à devolução da quantia paga e ao pagamento de indenização por danos morais.

No caso dos Correios, tendo em vista que considerável quantidade de produtos é enviada por essa empresa pública, o entendimento entre os tribunais regionais federais brasileiros é o de que esta responde objetivamente pela não entrega do que foi expedido pelo remetente, inclusive em caso de comércio eletrônico, por força do art. 37, § 6º, da Constituição Federal.<sup>23</sup> Quanto ao valor da indenização a ser paga em caso de avaria ou perda, o montante é fixado de acordo com o que foi declarado pelo remetente. No entanto, quando não se declara o valor – até para que o serviço a ser prestado seja mais barato – a indenização a ser paga corresponde ao valor da postagem acrescido do valor fixado em condições gerais de contratação na forma de indenização tarifada.<sup>24</sup>

O Tribunal Regional da 1ª Região, em caso em que se pleiteou

---

23 Cf. SÃO PAULO E MATO GROSSO DO SUL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Apelação Cível nº 0003991-11.2013.4.03.6110/SP. Terceira Turma. Relator: Des. Nery Junior. Data de Julgamento: 15 mar. 2017.

24 RIO DE JANEIRO E ESPÍRITO SANTO. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Apelação Cível nº 0005560-33.2009.4.02.5102. Oitava Turma Especializada. Relator: Des. Marcelo Pereira da Silva. Data de Julgamento: 15 jun. 2015.

indenização por danos materiais e morais pelo extravio de encomenda de um relógio adquirido no exterior pela importância de US\$ 12,40, julgou-se procedente a ação para condenar os Correios ao pagamento de indenização de R\$ 1 mil por danos morais, com fundamento no art. 37, § 6º da Constituição Federal e art. 14 do Código de Defesa do Consumidor.<sup>25</sup> Outro caso foi julgado pelo Tribunal Regional Federal da 3ª Região, em que se discutiu a situação em que o consumidor resiliu o contrato de aquisição de enciclopédia dentro do prazo previsto no Código de Defesa do Consumidor e devolveu o produto pelos Correios. Em razão do não recebimento do produto devolvido, a editora fornecedora da enciclopédia inscreveu o consumidor no SCPC e SERASA. Entendeu-se que a inscrição era indevida por culpa dos Correios, que não efetivaram a entrega da enciclopédia à editora.<sup>26</sup>

Todavia, o Superior Tribunal de Justiça fixou entendimento acerca da isenção da responsabilidade civil dos Correios em caso de roubo de cargas em acórdão bastante antigo, por meio do qual se deu provimento a Recurso Especial em favor dessa empresa,<sup>27</sup> acerca do descumprimento de contrato de distribuição de fitas de vídeo pelos Correios por SEDEX, devido ao roubo a um dos caminhões da empresa. Entendeu-se que o roubo era hipótese de caso fortuito externo, cabendo a imputação de responsabilidade somente em se comprovando que não se tomaram as devidas cautelas para evitar esse fato.

---

25 DISTRITO FEDERAL ET AL. Tribunal Regional Federal da 1ª Região. Apelação Cível nº 0010351-29.2012.4.01.3304. Sexta Turma. Relator: Des. Federal. Kassio Nunes Marques. Data de Julgamento: 2 fev. 2018.

26 SÃO PAULO E MATO GROSSO DO SUL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Apelação Cível nº 0003991-11.2013.4.03.6110/SP. Sexta Turma. Relator: Des. Johanson Di Salvo. Data de Julgamento: 5 nov. 2018.

27 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 976.564/SP. Quarta Turma. Relator: Min. Luiz Felipe Salomão. Data de Julgamento: 20 set. 2012.

### **3.2. Mora no envio, no recebimento e na coleta de mercadorias.**

O atraso na entrega dos produtos adquiridos pela *Internet* é problema recorrente e relacionado à logística do comércio eletrônico. Por uma questão de lógica – e também de logística – dificilmente se consegue fazer a entrega imediata do produto ao comprador. Existem *sites* que têm essa opção, em que se contrata o transportador para que se entregue imediatamente o produto, mas é situação excepcional. Em regra, para fins de redução de custos, as entregas são realizadas no intervalo de dias, em razão da necessidade de separação dos produtos no estoque, preparação de embalagens, despacho dos produtos, deslocamento e a entrega ao comprador. É razoável que o vendedor estabeleça prazo para entrega do produto, mas o excesso de prazo configura mora ou até mesmo inadimplemento absoluto.

Merece análise a questão relativa a dano moral contratual pela demora na entrega do produto. A título de exemplo, em um caso julgado pelo Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, o consumidor propôs ação contra fornecedor que vendeu fogão em seu estabelecimento virtual e entregou-o somente depois de um mês do prazo estabelecido para entrega. Entendeu-se que essa demora não era mero descumprimento contratual, mas, sim, hipótese de dano moral, em razão da quebra da confiança legítima depositada no fornecedor.<sup>28</sup> Aqui provavelmente houve grave problema de logística, decorrente de venda de produto inexistente no estoque do fornecedor, fato este que resultou na propositura da ação.

Foram importantes os acórdãos relativos às ações civis públicas propostas pelo Ministério Público do Estado de São Paulo contra grandes redes de varejo que praticam o comércio eletrônico, com o intuito de exigir integração contratual nas condições gerais de contratação desses estabelecimentos virtuais, para que se impusessem cláu-

---

28 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação Cível nº 0006389-19.2016.8.19.0007. Segunda Câmara Cível. Relator: Des. Paulo Sérgio Prestes dos Santos. Data de Julgamento: 22 ago. 2018.

sula penal de 2% do valor da compra em caso de atraso na entrega dos produtos ou na devolução das quantias pagas, na hipótese do prazo de reflexão. O Superior Tribunal de Justiça julgou procedente essas ações,<sup>29</sup> entendendo que a ausência dessas cláusulas contra o fornecedor colocava o contrato em desequilíbrio, além do fato que a questão do prazo de entrega é fator relevante na opção do consumidor de adquirir o produto em um ou outro estabelecimento virtual. Logo, a correta gestão do estoque e a eficiência do transportador são decisivos para que o fornecedor não pague multa pelo atraso na entrega do produto.

No Estado de São Paulo, a Lei Estadual nº 13.747, de 7 de outubro de 2009, alterada pela Lei Estadual nº 14.951, de 6 de fevereiro de 2013, impõe aos fornecedores de bens e serviços a fixação de data e turno para entrega de produtos ou prestação de serviços sem ônus aos consumidores, editada com o intuito de evitar que os consumidores tenham que esperar o dia todo, ou, como se diz, em “horário comercial”, a chegada do prestador de serviço ou a entrega do produto, quando não raro é comum que essa entrega ou prestação de serviço ocorra sem que se dê qualquer satisfação. Por meio dessa obrigação imposta aos fornecedores, exige-se maior rigor na observância dos aspectos logísticos. Merece atenção o caso em que grande rede varejista, em seu estabelecimento virtual, fez cobrança adicional cobrou pelo agendamento de entrega de produto no domicílio do consumidor. Entendeu-se, nesse caso, que se tratava de prática abusiva e a multa imposta pelo órgão de defesa do consumidor era correta, ainda que decorrente de uma única reclamação formulada contra o fornecedor.<sup>30</sup>

---

29 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.548.189/SP. Terceira Turma. Relator: Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Data de Julgamento: 13 jun. 2017; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.568.293/SP. Terceira Turma. Relator: Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Data de Julgamento: 27 fev. 2018.

30 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível nº 1003755-80.2014.8.26.0048. Terceira Câmara de Direito Público. Relator: Des. Maurício Fiorito. Data de Julgamento: 7 jun. 2016.

Por outro lado, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo anulou multa imposta pelo PROCON à fabricante de material esportivo que mantém estabelecimento virtual e que enviou o produto por meio dos Correios. Entendeu-se que o envio por esse serviço é opção do consumidor e o lojista não tem controle sobre a atividade exercida por esta empresa pública, estando a exigência de cumprimento de data e turno, imposta pela Lei Estadual nº 13.747, de 2009, ao estabelecimento virtual, incompatível com os fins sociais a que se dirige a lei, até porque era possível ao consumidor fazer o rastreamento do envio do produto nos Correios pela *Internet*.<sup>31</sup>

Quanto ao prazo de reflexão, a jurisprudência interpreta-o como direito absoluto, conforme, aliás, previsto em lei, independentemente do valor. Além da devolução do dinheiro e recebimento do produto, os custos de logística reversa para que se providencie a coleta do produto fica a cargo do fornecedor. Há caso julgado pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, em que a consumidora adquiriu uma tesoura pela importância de R\$ 12,51 e pagamento de frete de R\$ 2,99. O magistrado entendeu que, devido à simplicidade do produto, era incabível o prazo de reflexão. Porém, reformou-se essa decisão, estatuinto que esse direito independe do valor da mercadoria adquirida.<sup>32</sup>

### **3.3. Mercadorias importadas da China.**

O comércio eletrônico ganhou enorme força nos últimos anos em âmbito internacional. Com efeito, a *Internet* tem o potencial de

---

31 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação/Remessa Necessária nº 105554-45.2017.8.26.0053. Primeira Câmara de Direito Público. Relator: Des. Vicente de Abreu Amadei. Data de Julgamento: 11 set. 2018.

32 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação nº 1011446-16.2014.8.26.0576. Trigésima Primeira Câmara de Direito Privado. Relator: Des. Adilson de Araujo. Data de Julgamento: 14 abr. de 2015.

reduzir os custos globais da transação, reduzindo desvantagens geográficas tradicionais, especialmente aquelas ligadas à distância.

Estabelecimentos virtuais, especialmente aqueles administrados por empresários chineses, passaram a vender diretamente aos consumidores em todo o mundo, inclusive no Brasil, por meio de estabelecimentos virtuais em língua portuguesa, prática essa denominada de “dropshipping”. De acordo com a Receita Federal, em 2016, passaram pela alfândega cerca de 35,9 milhões de mercadorias, sendo que encomendas realizadas por pessoas naturais correspondem a 40% do volume importado pelo Brasil.<sup>33</sup> Considerando que essas compras são operações de importação de mercadorias, todos esses produtos devem passar pela alfândega brasileira.

A logística dessas operações conta com a participação dos Correios como transportadores dentro do território nacional. Tendo em vista o vultoso aumento dessas importações, que impactam na operação dessa empresa, estabeleceu-se, em agosto de 2018, a cobrança de tarifa adicional de quinze reais, denominada de “despacho postal”, para cada importação, para custeio da manutenção dos serviços.

Consumidores têm protestado contra essa decisão tomada pelos Correios e os estabelecimentos virtuais estrangeiros têm prometido redução de investimentos no país, em razão do encarecimento das importações. O PROCON do Estado do Rio de Janeiro tem qualificado essa medida como ilegal e abusiva.<sup>34</sup>

---

33 BRASIL. Ministério da Fazenda. *Entenda como é o processo de liberação de mercadorias pela Receita para produtos comprados no exterior*. Brasília/DF, 2018. Disponível em: “<http://www.fazenda.gov.br/noticias/2017/agosto/entenda-como-e-o-processo-de-liberacao-de-mercadorias-pela-receita-para-produtos-comprados-no-exterior>”. Acesso em: 20. dez. 2018.

34 CRUZ, B. S. Correios devem acumular R\$ 90 mi com taxa, e Procon exige esclarecimentos. *UOL Tecnologia*, São Paulo, 31 ago. 2018. Disponível em: “<https://noticias.uol.com.br/tecnologia/noticias/redacao/2018/08/31/correios-devem-acumular-r-90-mi-com-taxa-e-procon-exige-esclarecimentos.htm>”. Acesso em: 20. dez. 2018.

A despeito de todos os protestos dos consumidores, dos estabelecimentos virtuais e PROCON, a cobrança dessa tarifa adicional é lícita e constitucional, porque, em primeiro lugar, observa a lei da oferta e da procura, que é a lei fundamental do mercado. Quando se aumenta a procura pelos serviços – no caso, o transporte de mercadorias vindas do exterior – inevitável o aumento dos preços. Em segundo lugar, caso seja a empresa proibida de cobrar por esses serviços, impõe-se, com essa decisão, os custos de logística ao transportador, o que poderá prejudicar e comprometer seriamente essa atividade.

Embora não exista decisão judicial acerca do caso, o Tribunal Regional Federal da 2ª Região julgou procedente a cobrança de cota mínima para o serviço PAC dos Correios, por entender que a empresa disponibiliza toda a sua estrutura para a prestação do serviço ao cliente.<sup>35</sup> Outro caso interessante é o de pessoa que adquiriu vestido de noiva de *site* chinês voltado ao mercado brasileiro e não recebeu o produto, alegando extravio da mercadoria pelos Correios. Como o produto não podia ser rastreado, não foi possível comprovar o desembaraço aduaneiro do vestido, razão pela qual se afastou a responsabilidade civil dessa empresa pública.<sup>36</sup>

## **Conclusão.**

O comércio eletrônico tornou-se importante modo de realização de vendas no mercado, devido à comodidade que proporciona aos clientes e consumidores, que podem adquirir o que desejam a

---

35 RIO DE JANEIRO E ESPÍRITO SANTO. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Apelação Cível nº 0000187-88.2009.4.02.5112. Sexta Turma Especializada. Relatora: Des. Carmen Silvia Lima de Arruda. Data de Julgamento: 22 set. 2014.

36 RIO DE JANEIRO E ESPÍRITO SANTO. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Apelação Cível nº 0004496-64.2014.4.02.5117-RJ. Sexta Turma Especializada. Relatora: Des. Salette Macca-lóz. Data de Julgamento: 28 jul. 2016.

qualquer hora e local sem a necessidade de dirigir-se a estabelecimentos físicos, como também possibilitou o aumento do mercado relevante dos mais diversos produtos e serviços, pelo contato entre vendedores e compradores em qualquer parte do mundo. Tendo em vista que, no comércio eletrônico, o elemento objetivo essencial é a gestão do estoque e os meios de transporte usados para realização das entregas, o aspecto logístico da atividade empresarial é imprescindível para que essa atividade seja desempenhada de forma adequada, atendendo não apenas às necessidades das pessoas, mas também com a manutenção das expectativas das pessoas em termos de cumprimento de prazos na entrega.

Transporte, seguros e armazenagem são os contratos que regem a logística do comércio eletrônico. Porém, a maior parte dos problemas está ligada ao contrato de transporte, o qual é regido, em linhas gerais, pelo Código Civil e especificado pela Lei nº 11.442, de 5 de janeiro de 2007, para transporte rodoviário de cargas e o Código Brasileiro da Aeronáutica para o transporte aéreo. A responsabilidade civil do transportador é considerada objetiva pela jurisprudência – embora a lei assim não a defina – e, em caso de transporte realizado pelos Correios, a responsabilidade é objetiva por força da interpretação do art. 37, §6º, da Constituição da República. Em se tratando de furto ou roubo de mercadorias, a jurisprudência brasileira atual entende que se trata de hipóteses de caso fortuito externo, excluindo a responsabilidade do transportador, o que importa a assunção do risco pelo fornecedor, o qual se reduz por meio do contrato de seguro.

Em termos de gestão de estoques, este deve ser adequado para evitar atrasos na entrega dos produtos. Inclusive contra o fornecedor há integração contratual para que este pague multa em caso de mora. Ainda quanto à racionalização dos roteiros a serem cumpridos pelo transportador, deve-se observar que é proibido prometer a entrega em “horário comercial”, devendo-se indicar ao menos o turno em que a entrega será realizada. Somente quando a mercadoria é des-

pachada pelos Correios é que não há essa obrigação. Por fim, quanto ao comércio eletrônico realizado por estabelecimentos virtuais internacionais, é lícita a cobrança de tarifa adicional, para que esta empresa pública consiga atender ao aumento da demanda de entregas de produtos importados.



# **ASPECTOS CONTROVERTIDOS DO *FACTORING* NO BRASIL<sup>1</sup>**

## **CONTROVERSIAL ISSUES OF FACTORING IN BRAZIL**

*José Carlos Jordão Pinto Dias*

*Resumo:* O presente trabalho expõe aspectos do contrato de faturização (*factoring*) no Brasil. Para tanto, fez-se uso de pesquisa bibliográfica e documental, valendo-se do método dedutivo. O contrato de *factoring* possui considerável relevância para as sociedades empresárias e para a economia em geral, devendo as partes contratantes ter pleno discernimento do significado e conteúdo das cláusulas pactuadas. Nesse sentido, o estudo trata da característica essencial do contrato no Brasil, qual seja, o faturizador não possui direito de regresso em face do faturizado, em caso de inadimplemento por parte do devedor deste. Discute-se ainda se o *factoring* é contrato empresarial, bem como sobre a possibilidade de cessão de créditos provenientes de vendas a consumidores, sobre a exclusividade do faturizado em relação ao faturizador, e sobre a responsabilidade do faturizado em caso de não pagamento dos créditos pelo devedor. Além disso, faz-se breve análise da Convenção de Ottawa da UNIDROIT de 1988, bem como das legislações portuguesa, argentina e mexicana, para, ao final, tratar do Projeto de Código Comercial em tramitação no Senado, que pretende regulamentar a matéria, de modo a observar quais as influências recebidas por este projeto de lei. Ao final, serão apresentadas conclusões sobre o estudo.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 01.12.2018 e aceito em 14.12.2018.

*Palavras-chave:* Contratos empresariais. *Factoring*. Convenção de Ottawa da UNIDROIT de 1988. Projeto de Código Comercial. Riscos contratuais. Negócio jurídico aleatório.

*Abstract:* This paper presents aspects of factoring contract in Brazil. For this, a bibliographical and documentary research was done, using the deductive method. Factoring has considerable relevance for business and economy, and the parts of the contract must have full discretion as to the meaning and content of the clauses agreed. In this sense, the article deals with the essential characteristic of this contract in Brazil, that is, the exclusive responsibility of the factor, in case of lack of payment by the debtor. It is also discussed whether factoring is a business contract, as well as the possibility of assignment of credits from sales to consumers, the exclusivity of the contract, and the liability in case of non-payment of credits by the debtor. In addition, the paper deals with UNIDROIT Ottawa Convention of 1988, as well as Portuguese, Argentine and Mexican legislations, for, in the end, treating of the Brazilian Bill of Business Code, which aims to regulate the matter, in order to observe the influences received by the bill. Finally, conclusions about the study will be presented.

*Keywords:* Business contracts. Factoring. UNIDROIT Ottawa Convention, 1988. Brazil Business' Code Bill. Contractual risks. Random contracts.

*Sumário:* Introdução. 1. *Factoring*: conceito e importância. 2. Ausência de regulamentação do *factoring* no Brasil. 3. Característica essencial do contrato de *factoring* no Brasil. 4. Aspectos controversos do contrato. 4.1. O *factoring* é contrato empresarial? 4.2. A faturadora deve ser instituição financeira? 4.3. Cessão de créditos provenientes de vendas a consumidores. 4.4. *Factoring* sobre duplicatas. Interpretação do art. 25 da Lei nº 5.474/68.

4.5. A exclusividade do faturizado em relação ao faturizador. 4.6. Responsabilidade do faturizado em caso de não pagamento dos créditos pelo devedor. 4.7. Endosso de títulos ao faturizador: especificidades. 5. Características do *factoring* internacional na Convenção de Ottawa da UNIDROIT. 6. Legislação de alguns países que já positivaram o contrato de *factoring*. 6.1. Portugal. 6.2. Argentina. 6.3. México. 7. O *factoring* no Projeto de Código Comercial do Senado. Conclusão.

## **Introdução.**

A concessão de crédito aos consumidores acarreta uma série de preocupações para os empresários, sobretudo em caso de inadimplência. Esse problema cresce sobremaneira se a sociedade empresária ou o empresário individual tiverem um tamanho modesto, pois eventuais dificuldades com o capital de giro em razão da falta de realização dos créditos podem colocar em perigo a continuidade das atividades empresariais.

O *factoring*<sup>2</sup> permite a obtenção de capital de giro mais facilmente. Há um grande atrativo na modalidade convencional do contrato que é justamente o recebimento antecipado dos créditos, convertendo ativo realizável em ativo disponível. A sociedade faturizada protege-se, desse modo, contra um possível inadimplemento do devedor.

Dados da Associação Nacional de *Factoring* mostram que as sociedades de fomento mercantil associadas à entidade movimenta-

---

2 No Brasil, as expressões *faturização*, *fomento comercial* ou *mercantil* são também muito frequentes.

ram 300 bilhões de reais no ano de 2017, ajudando a sustentar cerca de 2,5 milhões de empregos diretos e indiretos gerados nas sociedades faturizadas, com destaque para o Estado de São Paulo, que representou 70% do volume total realizado no País.<sup>3</sup> A modalidade de *factoring* convencional, em que há um financiamento com pagamento adiantado dos créditos transferidos, foi a que apresentou maior demanda. Trata-se de um portfólio de 200 mil clientes, de porte e setores econômicos distintos.

Num cenário de forte concorrência, os empresários buscam saídas criativas e inovadoras, de modo a permitir a formação de novos modelos de estrutura organizacional. A experiência mostra estratégias empresariais que dão privilégio ao crescimento estrutural e à conquista de clientela.

Com a forte dinamização da economia, ganha espaço o chamado fomento à produção, em que a sociedade de fomento presta serviços de prospecção e seleção de fornecedores, podendo disponibilizar recursos financeiros para o pagamento ao fornecedor de matéria-prima ou insumos de produção. Também ganha terreno o serviço de acompanhamento das contas a receber e a pagar, que significa a prestação de serviços de ajuste do fluxo de caixa dos clientes.

Apesar de movimentar grande volume de recursos, o *factoring* é matéria pendente de regulamentação no Brasil. Isso acarreta graves problemas, pois gera insegurança jurídica para as partes contratantes, visto que não são poucos os aspectos polêmicos.

O presente trabalho, após analisar o conceito de *factoring* e tratar da característica essencial do contrato no Brasil, que é a assunção dos riscos do inadimplemento dos créditos pelo faturizador, irá expor em seguida aspectos jurídicos controvertidos na doutrina e na jurisprudência, como, por exemplo, o endosso de títulos à ordem ao

---

3 ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE FOMENTO COMERCIAL. *Mercado do Factoring*. São Paulo, 2016/2017. Disponível em “<http://www.anfac.com.br/v3/factoring-estatistica.jsp>”. Acesso em 3 nov. 2018.

faturizador, a exclusividade do faturizado em relação ao faturizador, bem como a natureza do contrato. Em seguida, apresenta-se breve estudo da Convenção de Ottawa UNIDROIT sobre *factoring* internacional, para em sequência abordar o direito comparado. Por fim, analisa brevemente o Projeto de Código Comercial em tramitação no Senado, que almeja regulamentar o contrato de *factoring*.

## **1. *Factoring*: conceito e importância.**

No contrato de *factoring* ocorre uma cessão de créditos provenientes de vendas ou prestação de serviços a um empresário (sociedade de fomento mercantil), com prestação cumulativa e contínua de serviços por parte deste. Essa prestação de serviços pode compreender assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção de riscos, administração de contas a pagar e a receber.

Para Fran Martins, o contrato de *factoring* ou faturização<sup>4</sup> é “aquele em que um comerciante cede a outro os créditos, na totalidade ou em parte, de suas vendas a terceiros, recebendo o primeiro do segundo o montante desses créditos, mediante o pagamento de uma remuneração”.<sup>5</sup> Percebe-se que para o autor é indispensável a qualidade de comerciante das partes. Segundo o mesmo autor, a origem do contrato de *factoring* situa-se na Grécia e em Roma, quando comerciantes incumbiam a agentes (*factors*) a guarda e a venda de mercadorias de sua propriedade. O costume se difundiu na era medieval e ganhou novo impulso com as Grandes Navegações, devido à distância entre as metrópoles e as colônias. Os *factors* (ou agentes) eram comissários dos vendedores, que recebiam a mercadoria e se encarregavam de vender e cobrar o preço, mediante pagamento de comis-

---

4 Como explica Fran Martins, no Brasil o neologismo “faturização” foi sugerido pelo Prof. Fábio Konder Comparato em 1972.

5 MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. 14. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1996, p. 469.

ção (*colonial factoring*). A partir do séc. XIX, sobretudo nos Estados Unidos, os *factors* passaram a encarregar terceiros para o recebimento, guarda e venda das mercadorias, ficando apenas com o encargo do recebimento das vendas, antecipando aos vendedores o valor delas, deduzida uma comissão, o que representava a remuneração do *factor*.<sup>6</sup>

O modelo clássico exposto acima ganha enorme expansão nos Estados Unidos, devido à ausência da operação de desconto bancário, mas na Europa praticamente desaparece. Nos anos seguintes, o *factoring* assume nos Estados Unidos a forma de uma operação em que o *factor* adquiria os créditos de um outro comerciante, com o encargo de realizar a cobrança desses créditos, mas sem direito de regresso contra o cedente em caso de inadimplemento do devedor, continuando o *factor* a ser remunerado mediante uma comissão. Essa nova noção do contrato (*new line factoring*) irá ingressar na Europa por volta dos anos 1960, primeiro na Inglaterra, depois espalhando-se por vários países.

Destarte, é importante observar que o *factoring* traduz uma cessão (*lato sensu*) onerosa de créditos, que pode ocorrer por cessão civil ou por endosso de títulos à ordem, pressupondo sempre a existência de venda a prazo.<sup>7</sup> Além disso, o pagamento pelos créditos cedidos pode ocorrer no momento do vencimento (*maturity factoring*) ou antecipadamente (*conventional factoring*).

Na obra seminal sobre o tema no Brasil,<sup>8</sup> o Prof. Fábio Konder Comparato assevera que em caso de financiamento, no *conventional factoring*, o prazo deve ser curto, de no máximo seis meses.

---

6 Ibidem, p. 470-471.

7 BITTAR, Carlos Alberto. *Contratos comerciais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1994, p. 103.

8 COMPARATO, Fábio Konder. Factoring. *Revista Forense*, ano 71, v. 249, jan./mar. 1975, p. 391.

O *factoring* pode ser interno, quando as operações são efetuadas dentro de um mesmo país, ou internacional, quando envolve operações de importação e exportação.

A Medida Provisória nº 812/1994, convertida na Lei nº 8.981/1995, apresentou em seu art. 28, §1º, alínea “c.4”, o seguinte conceito: “prestação cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção de riscos, administração de contas a pagar e a receber, compras de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços (*factoring*)”. Tanto esta Medida Provisória nº 812/1994 quanto a subsequente Lei nº 8.981/1995 eram normas de direito tributário e regulavam o contrato de *factoring*, apenas contemplando a mencionada definição para fins de incidência do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas. O dispositivo legal foi revogado pela Lei nº 9.249/1995, mantendo, todavia, idêntica redação, em seu art. 15, parágrafo 1º, inciso III, alínea “d”. Esta lei, ainda em vigor, tem a mesma finalidade da anterior, valendo as mesmas considerações.

Percebe-se que no conceito apresentado, tanto na medida provisória quanto pelas leis subsequentes, não há previsão sobre a existência/inexistência de direito de regresso do faturizador perante o faturizado pelos créditos adquiridos e não honrados pelo devedor deste, ou ainda que as partes poderão regular esta questão no contrato. O tema será tratado com maior ênfase no item 4.

O *factoring* representa uma alternativa dos empresários ao desconto bancário, sobretudo para as microempresas e empresas de pequeno porte, notadamente quando estão “negativadas”, ou seja, com cadastro positivo em órgãos de proteção ao crédito. Além de representar um financiamento para a faturizada, o contrato pode agregar outros serviços como a seleção de clientes, informações sobre o mercado e ajuda para o controle e eventual falta de capital de giro.

## 2. A ausência de regulamentação do *factoring* no Brasil.

No Brasil, o contrato de *factoring* carece de disciplina legal. Não há lei especial que o discipline. Tampouco o Código Civil de 2002 tem previsão sobre essa modalidade contratual, perdendo o legislador boa oportunidade de regulá-lo.

Não obstante, o contrato de *factoring* encontra autorização no art. 425 do diploma civil,<sup>9</sup> sendo considerado contrato atípico. Portanto, as partes devem observar as disposições do Código e a celebração do contrato deve orientar-se pelas mesmas regras, notadamente em sua Parte Geral (v.g. os elementos de validade do negócio jurídico), e também no Livro do Direito das Obrigações (ex. disposições gerais sobre os contratos). A solução não é tão simples assim, pois o operador do direito terá o trabalho de interpretar todos esses dispositivos, observando o que é aplicável ao contrato de *factoring*. Essa ausência de regulamentação é fator de insegurança jurídica, o que eleva sobremaneira o risco do negócio.

Para Fran Martins, a dificuldade de regulamentação no Brasil reside no fato de que a Lei nº 5.474/1968, em seu art. 2º, exige a extração de duplicata para documentar o saque do vendedor pela importância faturada ao comprador, não se admitindo outra espécie de título para documentar a operação. Trata-se de título de crédito causal, genuinamente brasileiro, representativo de ordem de pagamento em dinheiro à vista ou a prazo.

Ocorre que, no que diz respeito à circulação da duplicata, a Lei nº 5.474/1968 em seu art. 25 manda aplicar, no que couber, as disposições da legislação sobre a emissão, circulação e pagamento da letra de câmbio. Segundo o art. 14 da Lei Uniforme de Genebra, promulgada no Brasil pelo Decreto nº 57.663/1966, o endossante é ga-

---

9 “Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código”.

rante tanto da aceitação como do pagamento do título. A Lei Uniforme admite no art. 15 o chamado endosso sem garantia, em que o endossante não responde pela aceitação e pelo pagamento. Dessa forma, a adoção da cláusula sem garantia seria a adequada para a cessão de crédito no contrato de faturização, pois segundo o mesmo doutrinador, a característica essencial do contrato é a de não responder o faturizado pela solvência do devedor, conforme será visto a seguir.<sup>10</sup>

Em que pese a possibilidade de oposição da cláusula sem garantia no endosso, Fran Martins explica que na duplicata o vendedor/faturizado é ao mesmo tempo o emitente e o tomador/beneficiário do título, pois a dívida deve ser paga a ele ou à sua ordem. Se, como beneficiário, o faturizado pode eximir-se do pagamento, pelo endosso com cláusula “sem garantia”, como emitente não pode se eximir do pagamento, nos termos do art. 9º, alínea 2ª, da Lei Uniforme de Genebra. Essa vedação de o faturizado/emitente da duplicata eximir-se da garantia do pagamento na Lei Uniforme esbarra na característica do contrato no Brasil, que é justamente a de o faturizado não responder pelo crédito, cabendo ao faturizador assumir os riscos. Fran Martins sugere então a alteração do art. 2º da Lei das Duplicatas para permitir a emissão de outros títulos para a cobrança de vendas a prazo, como a própria letra de câmbio, em que o faturizado não acumularia as figuras de emitente e beneficiário, desde que a letra não fosse sacada à própria ordem.

### **3. Característica essencial do contrato de *factoring* no Brasil.**

Como mencionado, no Brasil o contrato de *factoring* possui uma característica essencial: em caso de inadimplemento por parte do devedor, o faturizador não tem direito de regresso em face do fa-

---

10 MARTINS, Fran, op. cit., p. 474.

turizado, ou seja, o faturizado não responde pelo pagamento do devedor, devendo o faturizador assumir os riscos da operação.

De qualquer maneira, não tem sido admitida no Brasil a pactuação de cláusula estabelecendo direito de regresso. Trata-se de uma construção pretoriana e doutrinária, sem fundamento em dispositivo de lei diante da ausência de regulamentação do contrato no País.<sup>11</sup> Não se aplicam, segundo esse entendimento, as disposições dos artigos 296<sup>12</sup> e 297<sup>13</sup> do Código Civil. Em virtude dessa nota essencial, parte da doutrina afirma que o contrato de *factoring* é aleatório, ou seja, o risco é elemento essencial dessa modalidade contratual.<sup>14</sup> Na verdade, o contrato é comutativo, pois a obrigação do faturizador de responder pelo inadimplemento do devedor do faturizado é certa e independe de evento futuro e incerto., data de publicação: 4mar.2016

A título ilustrativo, em decisão proferida em 23.02.2016, o Superior Tribunal de Justiça consignou que no contrato de *factoring* a sociedade empresária faturizadora não possui direito de regresso contra a sociedade faturizada, em razão de ser o risco da essência do contrato.<sup>15</sup> A decisão se baseou exclusivamente em precedentes judiciais e opiniões da doutrina, sem considerar a possibilidade de as partes, diante da autonomia da vontade, pactuar em sentido contrário.

---

11 Cf., por exemplo, PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. 13. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. III, p. 522.

12 “Art. 296. Salvo estipulação em contrário, o cedente não responde pela solvência do devedor.”

13 “Art. 297. O cedente, responsável ao cessionário pela solvência do devedor, não responde por mais do que daquele recebeu, com os respectivos juros; mas tem de ressarcir-lhe as despesas da cessão e as que o cessionário houver feito com a cobrança.”

14 Nesse sentido, cf. RIZZARDO, Arnaldo. *Factoring*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004, p. 119.

15 “A faturizadora não tem direito de regresso contra a faturizada sob alegação de inadimplemento dos títulos transferidos, porque esse risco é da essência do contrato de *factoring*”. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 671.067/PR. Terceira Turma. Relator: Min. Marco A. Bellizze. Data de Julgamento: 23 fev. 2016. Data de publicação: 4 mar. 2016.

## 4. Aspectos controversos do contrato.

Diversos aspectos controversos acerca do *factoring* têm sido suscitados na doutrina e nos tribunais, e muitas das vezes não há consenso para a solução do problema; a seguir, serão expostos alguns deles.

### 4.1. O *factoring* é contrato empresarial?

Na doutrina prevalece a opinião de que o contrato de *factoring* é empresarial. Assinala Fran Martins que o contrato de *factoring* tem natureza esta natureza, devendo o faturizador e o faturizado ser empresários, seja pessoa física ou jurídica. Já o devedor do faturizado, que não é parte no contrato, pode ser pessoa física ou jurídica, empresário ou não.<sup>16</sup> Acrescenta o mesmo autor que o contrato é destinado, principalmente, às pequenas e médias empresas para a obtenção de capital de giro. Waldirio Bulgarelli também afirma que o contrato é empresarial.<sup>17</sup> Arnaldo Rizzardo afirma que é pacífico entre os estudiosos se tratar de contrato empresarial. Para esse autor, “existe a mercancia de títulos de crédito como objeto visado preponderantemente”.<sup>18</sup> Fábio Ulhoa Coelho segue o mesmo entendimento, e pondera que o *factoring* é pactuado entre duas partes empresárias.<sup>19</sup>

No que tange a incidência das disposições do Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.078/1990), na I Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal, ocorrida em 2012, foram aprovados e publicados dois enunciados que auxiliam o intérprete do direito a resolver a dúvida. O Enunciado nº 20 afirma que “Não se

---

16 MARTINS, Fran, op. cit., p. 476-477.

17 BULGARELLI, Waldirio. *Contratos mercantis*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 1997, p. 571.

18 RIZZARDO, Arnaldo, op. cit., p. 31.

19 COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2007, v. III, p. 143.

aplica o Código de Defesa do Consumidor aos contratos celebrados entre empresários em que um dos contratantes tenha por objetivo suprir-se de insumos para sua atividade de produção, comércio ou prestação de serviços”. Portanto, sendo as partes contratantes empresários e destinando-se o objeto do contrato a suprir insumos para a atividade de produção, comércio ou prestação de serviços, ou seja, não sendo uma das partes a destinatária final do serviço, não se aplica a legislação consumerista.

O Enunciado nº 28, a seu tempo, dispõe que “em razão do profissionalismo com que os empresários devem exercer sua atividade, os contratos empresariais não podem ser anulados pelo vício da lesão fundada na inexperiência”. Portanto, sendo empresários, não se presume a existência de vulnerabilidade da pessoa jurídica contratante, afastando a anulação do negócio com motivo na lesão fundada na inexperiência.

O Superior Tribunal de Justiça teve a oportunidade de se pronunciar sobre essa questão, afirmando que a atividade de *factoring* não se submete às regras do Código de Defesa do Consumidor, quando não for evidente a situação de vulnerabilidade da parte.<sup>20</sup>

#### **4.2. A faturizadora deve ser instituição financeira?**

Outra questão que suscita polêmica é sobre a atividade das

---

20 “A atividade de *factoring* não se submete às regras do CDC quando não for evidente a situação de vulnerabilidade da pessoa jurídica contratante. Isso porque as empresas de *factoring* não são instituições financeiras nos termos do art. 17 da Lei n. 4.595/1964, pois os recursos envolvidos não foram captados de terceiros. Assim, ausente o trinômio inerente às atividades das instituições financeiras: coleta, intermediação e aplicação de recursos. Além disso, a empresa contratante não está em situação de vulnerabilidade, o que afasta a possibilidade de considerá-la consumidora por equiparação (art. 29 do CDC). Por fim, conforme a jurisprudência do STJ, a obtenção de capital de giro não está submetida às regras do CDC”. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 938.979/DF. Quarta Turma. Relator: Min. Luís Felipe Salomão. Data de Julgamento: 19 jun. 2012.

sociedades de fomento mercantil (faturizadoras) incluir-se ou não na categoria de instituição financeira.

Em 1982, o Banco Central do Brasil emitiu a Circular nº 703, considerando a atividade de *factoring* privativa de instituições financeiras.<sup>21</sup> O entendimento da autoridade monetária mudou em 1988, com a edição da Circular nº 1.359/1988, que se limitou a revogar o diploma anterior, entendendo desde então que a atividade de *factoring* não é privativa de instituição financeira, independente de autorização.

Nos termos da Lei nº 4.595/1964, que disciplina o sistema financeiro nacional, o art. 17 dispõe:

Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a *coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros*, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.

Não obstante a redação do dispositivo, a doutrina pátria majoritária, na linha do pensamento de Fran Martins, entende que só será instituição financeira a pessoa jurídica que exercer cumulativamente as atividades de coleta, intermediação ou aplicação de recursos próprios ou de terceiros. Ainda para essa doutrina, a sociedade de *fac-*

---

21 Circular nº 703/1982. Artigo único, inciso I: "As operações conhecidas por 'factoring', 'compra de financiamento' ou denominações semelhantes – em que, em geral, ocorrem a aquisição, administração e garantia de liquidez dos direitos creditórios de pessoas jurídicas, decorrentes do faturamento da venda de seus bens e serviços – apresentam, na maioria dos casos, características e particularidades próprias daquelas privativas de instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central".

*toring* não tem natureza de instituição financeira por não realizar captação de recursos de terceiros, investindo na atividade apenas com capital próprio. O autor distingue as sociedades de faturização de instituições financeiras, porque estas não realizariam operações especulativas, mas sim operações de crédito, enquanto que as primeiras realizariam operações de risco.<sup>22</sup>

Observa-se uma nova distinção doutrinária: a atividade de *factoring* não é financeira por ser o risco da natureza do negócio, enquanto que na operação de desconto não há esse elemento.

Orlando Gomes, por sua vez, aponta que a operação de *factoring* não é privativa de instituição financeira, eis que o *factor* não se limita, de regra, a adquirir os créditos, pois financia o cliente adiantando-lhe a quantia devida pelo comprador e assume o risco da sua insolvência, de modo a interferir na contabilidade e na gestão do faturizado, além de prestar-lhe informações e exercer o controle de sua atividade.<sup>23</sup>

Fábio Ulhoa Coelho, todavia, entende que o *conventional factoring* é de indiscutível natureza bancária, representando inequívoca operação de intermediação creditícia, mas em relação ao *maturity factoring* poderia existir dúvida, em razão da ausência de financiamento.<sup>24</sup>

Negar ao contrato de *factoring* a natureza bancária produz uma importante consequência no Brasil: a sociedade faturizadora não pode cobrar taxa de juros remuneratórios superior ao limite legal de 12% ao ano.<sup>25</sup> Não obstante, pode a faturizadora cobrar pelos serviços adicionais prestados, não se confundindo com os juros cobrados pela transferência dos créditos.

---

22 MARTINS, Fran, op. cit., p. 472.

23 GOMES, Orlando. *Contratos*. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 580.

24 COELHO, Fábio Ulhoa, op. cit., p. 143.

25 Cf. art. 1º do Decreto nº 22.626, de 7 de abril de 1933.

Para acabar com a elevada insegurança jurídica no mercado, o Banco Central do Brasil, autoridade monetária brasileira e órgão regulador do sistema financeiro nacional, adotou em 1995 na Resolução nº 2.144 o posicionamento de que a atividade de *factoring* não é própria das instituições financeiras e foi além: estabeleceu que qualquer operação praticada por empresa de fomento mercantil que não se ajustar ao rol de atividades previstas no art. 28, § 1º, alínea “c.4”, da Lei nº 8.981, de 1995 (atualmente art. 15, parágrafo 1º, inciso III, alínea “d”, da Lei nº 9.249/1995) e que caracterize operação privativa de instituição financeira, nos termos do art. 17, da Lei nº 4.595/1964, constitui ilícito administrativo e criminal.

Desse modo, as sociedades que se dedicam à atividade de fomento mercantil não se submetem a regime específico, devendo apenas cumprir as formalidades a que qualquer sociedade empresária está sujeita, como por exemplo o registro do contrato social na Junta Comercial. Assim sendo, qualquer sociedade empresária no Brasil pode se dedicar à atividade de *factoring* independente de autorização do Banco Central, justamente por não estar sob seu controle.

#### **4.3. Cessão de créditos provenientes de vendas a consumidores.**

Discute-se sobre a possibilidade de o contrato de *factoring* ter por objeto a cessão de crédito de vendas a consumidores. A questão se impõe diante da redação do art. 15, parágrafo 1º, inc. III, alínea d, da Lei nº 9.249/1995.<sup>26</sup> Esse dispositivo afirma que incide o Imposto de Renda de Pessoas Jurídicas em operações que envolvam “compras de direitos creditórios resultantes de *vendas mercantis* a prazo ou de prestação de serviços”. Assim sendo, na época da promulgação desta

---

26 Art. 15, 1º, III, d, da Lei nº 9.249/1995: “Prestação cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção de riscos, administração de contas a pagar e a receber, compras de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços (*factoring*)”.

lei, anterior a vigência do Código Civil de 2002, uma interpretação sistemática com o Código Comercial – que disciplinava o contrato de compra e venda mercantil – excluiria das operações de *factoring* a venda a consumidores, permitindo a faturização provenientes somente de vendas a fornecedores.

Explica-se: somente era considerada mercantil a compra e venda de bens móveis ou semoventes, para os revender ao atacado (“a grosso”) ou a varejo (“a retalho”), na mesma espécie ou manufaturados, ou para alugar o seu uso. Com a revogação expressa de toda a Parte Primeira do Código Comercial pelo art. 2.045 do Código Civil de 2002, desapareceu do ordenamento brasileiro o contrato de compra e venda mercantil, passando a compra e venda a ser regulada exclusivamente pelo Código Civil (arts. 481 a 532), sem estabelecer qualquer distinção entre compra e venda civil e mercantil. Com isso desapareceram as exigências contidas no ar. 191 do Código Comercial em relação à finalidade da aquisição do bem. Diante da inexistência de um conceito de “venda mercantil” na legislação brasileira pós Código Civil, qualquer tipo de venda seja a fornecedor (empresário ou não) ou a consumidor pode ser objeto de *factoring*, não cabendo a interpretação literal e restritiva do art. 15 da Lei nº 9.249/95. Nesse sentido, Fábio Ulhoa Coelho admite, com plena razão, que os créditos titularizados pela sociedade empresária decorrentes de venda a consumidores possam ser faturizados.<sup>27</sup>

#### **4.4. O *factoring* sobre duplicatas. Interpretação do art. 25 da Lei nº 5.474/1968.**

Outro aspecto do contrato de *factoring*, aludido acima, diz respeito à possibilidade de a cessão ter por objeto créditos representados em duplicatas.

---

27 COELHO, Fábio Ulhoa, op. cit., p. 142.

O art. 25 da Lei nº 5.474/1968, que regula as duplicatas, dispõe que se aplicam às duplicatas, no que couber, os dispositivos da legislação sobre emissão, circulação e pagamento das letras de câmbio. Dessa forma deve-se buscar na Lei Uniforme de Genebra (“LUG”), supletivamente, a norma aplicável, guardadas as peculiaridades da emissão da duplicata, pois essa é a teleologia do dispositivo legal.

Fran Martins, como observado, vê óbice à transmissão de crédito representado por duplicatas porque o sacador (no caso, o faturizado) responderia cambiariamente perante o faturizador pelo art. 9º da Lei Uniforme de Genebra,<sup>28</sup> pois ele não pode se eximir da garantia ao pagamento da duplicata, ainda que possa endossar sem garantia, com base no art. 15 da Lei Uniforme.<sup>29-30</sup>

Tal posicionamento do jurista se explica em razão da característica “essencial” para a doutrina do contrato de *factoring* no Brasil, qual seja, a de que o risco para o faturizador é elemento essencial do negócio, não se admitindo o direito de regresso deste em face do faturizado em caso de falta de pagamento dos créditos pelo devedor. Frise-se, contudo, que o art. 25 da Lei de Duplicatas, conforme comentário supra, afirma que se aplicam às duplicatas a legislação genebrina, “no que couber”, de modo que nem tudo será aplicável, em especial do art. 9º da LUG, como se demonstrará de forma objetiva e concisa.

O sacador da letra de câmbio pode dar a ordem de pagamento consubstanciada no título a seu favor ou de terceiro, como se extrai

---

28 “Art. 9º. O sacador é garante tanto da aceitação como do pagamento de letra. O sacador pode exonerar-se da garantia da aceitação; toda e qualquer cláusula pela qual ele se exonera da garantia do pagamento considera-se como não escrita”.

29 “Art. 15. O endossante, salvo cláusula em contrário, é garante tanto da aceitação como do pagamento da letra. O endossante pode proibir novo endosso, e, neste caso, não garante o pagamento às pessoas a quem a letra for posteriormente endossada.”

30 MARTINS, Fran, op. cit., p. 474. Cf. também BITTAR, Carlos Alberto, op. cit., p. 195.

do art. 3º da LUG, que dispõe sobre as modalidades de saque. Prevendo o risco para o terceiro tomador em caso de não aceite da cambial, diante da facultatividade deste instituto para o sacado, ou ainda a possibilidade de não pagamento do título aceito na data do vencimento, o legislador genebriano não admitiu o saque sem garantia ao pagamento. Assim sendo, o sacador poderá, por cláusula expressa, não ser coobrigado pelo aceite, mas sempre o será pelo pagamento, exceto se ficar desonerado nas condições do art. 53 da LUG (v.g. apresentação intempestiva ao aceite, pagamento ou a protesto).

Na duplicata de compra e venda ou de prestação de serviço, exsurge do art. 2º da Lei nº 5.474/68 que a finalidade do saque não é realizar pagamento a terceiro. O sacador pretende realizar a cobrança do crédito que possui em face do sacado, consubstanciado na fatura, sendo aquele sempre o beneficiário e credor enquanto não for endossado o título. É preciso atentar que essa peculiaridade, no cotejo da duplicata com a letra de câmbio, decorre do caráter de título de crédito causal daquela. Não faz sentido a aplicação do art. 9º da LUG ao saque da duplicata porque não há terceiro a ser resguardado em caso de inadimplemento do sacado. Se o título não for aceito, ou em sendo não for pago, a lei de duplicatas já contém os procedimentos e prazos a serem utilizados pelo sacador-tomador à realização do crédito.

Quanto ao endosso, é patente que a duplicata foi concebida pelo legislador brasileiro em 1936 (ano da promulgação da primeira lei), e assim persiste, para circular “como efeito comercial”, sendo título à ordem inato, ao contrário da letra de câmbio. Diante da omissão da lei de duplicatas quanto aos efeitos do endosso e modalidades, e em especial pela disposição do art. 25, poderá o sacador-tomador e primeiro endossante transmitir todos os direitos emergentes do título sem responsabilidade pelo pagamento, diante da aposição da cláusula sem garantia autorizada pelo art. 15, 1ª alínea, da LUG, por aplicação supletiva.

#### **4.5. A exclusividade do faturizado em relação ao faturizador.**

Parte considerável da doutrina brasileira entende que o contrato de *factoring* deve conter cláusula obrigatória de exclusividade do faturizado em relação ao faturizador. Em outras palavras, o faturizado não teria a liberdade de realizar novo contrato de *factoring* com sociedade fomentadora diversa da que já mantém contrato. Dentre aqueles que defendem tal exclusividade, Fran Martins sustenta que o faturizador deve ter exclusividade sobre as contas cedidas pelo faturizado, sendo a cláusula de exclusividade essencial no contrato. Por outro lado, afirma que “não são assim as contas de todos os clientes que serão cedidas pelo faturizado; igualmente o faturizador pode se responsabilizar apenas por parte das contas de certos clientes; só sobre essas partes incidirão as obrigações contratuais”.<sup>31</sup>

Entende-se, todavia, que, por não haver previsão legal e diante da autonomia da vontade conferida às partes mesmo em contratos atípicos, não há nulidade se o faturizado contratar com dois ou mais faturizadores, com especificação e controle dos créditos a serem cedidos, de parte a parte. A especificação deverá ser rigorosa, para evitar conflitos entre os faturizadores.

#### **4.6. Responsabilidade do faturizado em caso de não pagamento dos créditos pelo devedor.**

Para a doutrina brasileira, a nota característica do contrato de *factoring* é a inexistência de direito de regresso da faturizadora em relação à faturizada, em caso de falta de pagamento do terceiro devedor. Esse aspecto do contrato não impediu, todavia, que, em certos casos, os tribunais abrissem exceção, tornando a faturizada responsá-

---

31 MARTINS, Fran, op. cit., p. 478.

vel pelo pagamento. A tônica das decisões é impor à faturizada o dever de diligência na aferição das condições de pagamento de seus clientes e na verificação quanto a boa constituição dos créditos cedidos, podendo inclusive contar com assessoria preventiva da faturizadora.

O Superior Tribunal de Justiça já teve a oportunidade de se manifestar no sentido de que, em contrato de *factoring*, a faturizada responde pelo pagamento se a inadimplência do devedor se deu em razão de ato imputável a ela.<sup>32</sup> Além disso, o art. 295 do Código Civil dispõe que na cessão de créditos por título oneroso o cedente é responsável pela existência do crédito.<sup>33</sup> Portanto a faturizada deve garantir à faturizadora a existência dos direitos de crédito em face de seus devedores. Deste modo, a faturizada/cedente sempre será garante da existência do direito creditório, o que não se confunde com a responsabilização pelo pagamento dos valores.<sup>34</sup>

Por essa razão, o Superior Tribunal de Justiça também já decidiu que a faturizadora tem direito de regresso contra a faturizada que, por contrato de *factoring* vinculado à nota promissória, tenha cedido

---

32 “Frustrada a expectativa do cessionário de títulos, por força de contrato de ‘factoring’, de receber o respectivo valor, por ato imputável ao cedente, fica esse responsável pelo pagamento” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 43.914/RS. Terceira Turma. Relator: Min. Eduardo Ribeiro. Data de Julgamento: 28 nov. 1995).

33 “Art. 295. Na cessão por título oneroso, o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável ao cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu, a mesma responsabilidade lhe cabe nas cessões por título gratuito, se tiver procedido de má-fé.”

34 “É por isso que a doutrina, de forma uníssona, afirma que no contrato de *factoring* e na cessão ordinária a faturizada/cedente não garante a solvência do crédito, mas sua existência sim. Cuida-se, na verdade, de expressa disposição legal, nos termos do que dispõem os arts. 295 e 296 do CC. Nesse passo, o direito de regresso da faturizadora contra a faturizada deve ser garantido quando estiver em questão não um mero inadimplemento, mas a própria existência do crédito. Não reconhecer tal responsabilidade quando o cedente vende crédito inexistente ou ilegítimo representa compactuar com a fraude e a má-fé (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.289.995/PE. Quarta Turma. Relator Min. Luís Felipe Salomão. Data de Julgamento: 20 jan. 2014).

duplicatas sem causa subjacente.<sup>35</sup> A Corte de Justiça brasileira distingue a constituição do crédito do seu pagamento. Se o crédito foi devidamente constituído, não tem vício subjacente, mas o devedor do faturizado não o adimpliu, o risco da inexecução da obrigação recai sobre o faturizador, tal qual a comissão *del credere*, porém, ao contrário dessa, trata-se de elemento essencial do contrato de faturização. Diferentemente, se houver fato imputável ao faturizado, que contribuiu para o inadimplemento ou decorre de sua culpa exclusiva, não poderá ser invocada a cláusula contratual que o torna imune às ações regressivas por parte do faturizador.

#### **4.7. Endosso de títulos ao faturizador: especificidades.**

Como o *factoring* ainda é um contrato atípico no Brasil, esse cenário permite decisões casuísticas, diante da falta de norma especial. Ora os tribunais nacionais afastam regras basilares do endosso em favor da cessão de crédito, ora declaram que tais regras são pertinentes. Exemplo do que se afirma ocorreu em 2015, quando o Superior Tribunal de Justiça julgou que é desnecessária a notificação do devedor de título de crédito com cláusula à ordem, em caso de endosso do título promovido em razão de contrato de *factoring*. Percebe-se a afirmação de uma das características do endosso vis-à-vis a cessão de crédito.

Os ministros da Corte de Justiça entenderam que não há embasamento legal para a notificação do devedor, visto se tratar de endosso, instituto de direito cambiário:

De fato [...] é desnecessária a exigência, sem nenhum supedâneo legal, de que, com o endosso de cheque 'à ordem', a *factoring* endossatária deve-

---

35 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.236.701/MG. Quarta Turma. Relator: Min. Luís Felipe Salomão. Data de Julgamento: 5 nov. 2015.

se se acautelar – mesmo adquirindo pelo meio próprio crédito de natureza autônoma (cambial) –, demonstrando ter feito notificação ao emitente. [...] Não é possível chancelar a restrição a direitos conferidos por lei ao faturizador, em manifesta ofensa a diversas regras, institutos e princípios do direito cambiário.<sup>36</sup>

Outra questão suscitada perante o STJ diz respeito à oponibilidade de exceções pessoais pelo devedor ao faturizador. Nesse aspecto não se prestigiou o instituto do endosso nem a característica da abstração na circulação do título, ensejadora da inoponibilidade de exceções pessoais. No Recurso Especial nº 1.439.749/RS, julgado em 02/06/2015, entendeu-se que o devedor (aceitante) pode opor à faturizadora endossatária as exceções pessoais que seriam oponíveis ao sacador-endossante (faturizado).<sup>37</sup>

O relator, Ministro João Otávio de Noronha, considerou que “[n]o contrato de *factoring*, em que há profundo envolvimento entre faturizada e faturizadora e amplo conhecimento sobre a situação jurídica dos créditos objeto de negociação, *a transferência desses créditos não se opera por simples endosso, mas por cessão de crédito*”. Em tal situação a transmissão “se subordina à disciplina do art. 294 do Código Civil. A faturizadora, a quem as duplicatas aceitas foram endossadas por força do contrato de cessão de crédito, não ocupa a posição de terceiro de boa-fé imune às exceções pessoais dos devedores das cártulas”. Nota-se que o Tribunal afastou regra basilar do endosso, desconsiderando que a forma de transmissão não foi essa e

---

36 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.236.701/MG. Quarta Turma. Relator: Min. Luís Felipe Salomão. Data de Julgamento: 5 nov. 2015.

37 “DIREITO EMPRESARIAL. OPOSIÇÃO DE EXCEÇÕES PESSOAIS A EMPRESA DE FACTORING. O sacado pode opor à faturizada a qual pretende lhe cobrar duplicata recebida em operação de *factoring* exceções pessoais que seriam passíveis de contraposição ao sacador, ainda que o sacado tenha eventualmente aceitado o título de crédito” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.439.749/RS. Terceira Turma. Relator: Min. João Otávio de Noronha. Data de Julgamento: 2 jun. 2015).

sim a cessão de crédito, aplicando dispositivo do Código Civil em detrimento da Lei Uniforme de Genebra, mas o próprio Tribunal aplica a regra do endosso quanto à desnecessidade de notificação do devedor.

Em outro caso, o Superior Tribunal de Justiça admitiu a oponibilidade de exceções pessoais em face da faturizadora em razão de títulos emitidos em venda de mercadoria não entregue pelo faturizado, prestigiando a discussão da *causa debendi* subjacente a emissão e a culpa do “cedente” na boa constituição do crédito transferido.<sup>38</sup> Sobre o assunto, na doutrina brasileira, Fábio Konder Comparato, com acerto, invoca a possibilidade de oponibilidade de exceções pessoais entre endossante e endossatário (direito pessoal do réu em relação ao autor), em sede de defesa de mérito em eventual ação de regresso, com base no art. 915 do Código Civil.<sup>39-40</sup>

Noutra ocasião, o STJ entendeu que a faturizada responde pelo pagamento se não houver cláusula em sentido contrário presente no título (cláusula “sem garantia”).<sup>41</sup> Em sentido contrário, o Tribu-

---

38 “CHEQUE. AUTONOMIA. PRÁTICA ILÍCITA. A autonomia [*rectius*: abstração] do cheque não é absoluta, de tal modo que se admite, excepcionalmente, a discussão da relação jurídica adjacente, como no caso. O título em questão, repassado à empresa de *factoring* ora recorrente, surgiu de venda de computadores mediante cheques pré-datados após maciça propaganda da empresa vendedora, que não entregou as mercadorias, estando desaparecidos só responsáveis. Isso caracteriza prática comercial ilícita e criminosa, que, sem dúvida, esvazia a cártula” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 434.433/MG. Terceira Turma. Relator: Min. Aldir Passarinho Júnior. Data de Julgamento: 25 mar. 2003).

39 “Art. 915. O devedor, além das exceções fundadas nas relações pessoais que tiver com o portador, só poderá opor a este as exceções relativas à forma do título e ao seu conteúdo literal, à falsidade da própria assinatura, a defeito de capacidade ou de representação no momento da subscrição, e à falta de requisito necessário ao exercício necessário ao exercício da ação.”

40 COMPARATO, Fábio Konder, op. cit., p. 391.

41 “CHEQUE – ENDOSSO – FACTORING – RESPONSABILIDADE DA ENDOSSANTE-FATURIZADA PELO PAGAMENTO. Salvo estipulação em contrário expressa na cártula, a endossante-faturizada garante o pagamento do cheque à endossatária-faturizadora (Lei do Cheque, art. 21)” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 820.672/DF. Terceira Turma. Relator: Min. Humberto Gomes de Barros. Data de Julgamento: 6 mar. 2008).

nal de Justiça do Distrito Federal e Territórios decidiu que se aplica o princípio da abstração ao endosso de títulos em *factoring*, o que se coaduna com a legislação cambiária.<sup>42</sup>

## **5. Características do *factoring* internacional na Convenção de Ottawa da UNIDROIT.**

O Instituto Internacional para a Unificação do Direito Privado (“UNIDROIT”) elaborou a Convenção sobre o *Factoring* Internacional, celebrada em 1988 na cidade de Ottawa. A Convenção tem por objetivo “estabelecer uma estrutura legal que facilitará o *factoring* internacional, ao manter um justo equilíbrio de interesses entre as diferentes partes envolvidas nas transações de *factoring*”.<sup>43</sup>

O art. 1º da Convenção define o instituto nos seguintes termos:

Para as finalidades desta Convenção, o contrato de *factoring* refere-se ao contrato concluído entre uma parte (o fornecedor) e uma outra parte (faturizador), nos termos do qual: (a) o fornecedor pode ou deve transferir ao faturizador os valores a receber provenientes de contratos de vendas de bens celebrados entre o fornecedor e seus clientes (devedores) diferentes daqueles para as vendas de bens, adquiridos principalmente para seu uso pes-

---

42 “AGRAVO DE INSTRUMENTO. EXECUÇÃO. FACTORING. LEGITIMIDADE PASSIVA. GARANTIA. I – O faturizado é ilegítimo para ocupar o polo passivo da ação de execução ajuizada pela empresa de *factoring*, a qual responde pelos riscos inerentes à atividade que pratica. II – A assinatura do faturizado no verso do título significa cessão de crédito, onerosa e desvinculada do negócio jurídico originário, por isso não é garantia de pagamento do débito” (DISTRITO FEDERAL. Tribunal de Justiça do Distrito Federal e Territórios. Agravo de Instrumento nº 20040020096267. Quarta Turma Cível. Relatora: Des. Vera Andrighi. Data de Julgamento: 30 mai. 2005).

43 Até o presente momento, são signatários da Convenção: Alemanha, Bélgica, EUA, Filipinas, Finlândia, França, Gana, Guiné-Conacri, Hungria, Itália, Letônia, Marrocos, Nigéria, Reino Unido, Rep. Eslovaca, Rep. Tcheca, Rússia, Tanzânia e Ucrânia.

soal, familiar ou residencial; (b) o faturizador deverá desempenhar no mínimo duas das seguintes funções: (i) financiamento ao fornecedor, incluindo empréstimos e pagamentos adiantados; (ii) manutenção de contas (livro-razão) relativo aos valores a receber; (iii) cobrança dos valores a receber; (iv) proteção contra inadimplemento do pagamento pelos devedores [...].

Frise-se que, nos termos da Convenção, a assunção dos riscos do negócio pelo faturizador não é elemento essencial do contrato, ao contrário do que apregoa a doutrina brasileira e a jurisprudência. Ou seja, não basta apenas o financiamento e a consequente transferência dos créditos para que o contrato seja válido, deve ser prestado ao menos um serviço adicional.

Ainda segundo o art. 1º da Convenção, é dever do faturizador entregar ao devedor do faturizado aviso referente à cessão de valores a receber. Tal aviso por escrito não necessitará ser assinado, mas deverá identificar a pessoa por quem ou em cujo nome o mesmo está sendo fornecido, de modo a permitir ao devedor identificar a pessoa do faturizador; o aviso por escrito inclui, mas não está limitado aos telegramas, telex ou qualquer outra telecomunicação capaz de ser reproduzida de um modo tangível: o aviso por escrito é considerado entregue ao ser recebido pelo destinatário. Tais providências são muito úteis porque revelam a boa-fé objetiva do faturizador em dar ciência da transmissão do crédito ao principal interessado, ou seja, o devedor.

O art. 5º expressamente faculta a contratação de *factoring* sobre créditos futuros, permitindo a securitização desses créditos em prol da obtenção de capital pelo faturizado.<sup>44</sup>

---

<sup>44</sup> “Art. 5 — Entre as partes do contrato de *factoring*: (a) uma disposição do contrato de *factoring* referente à cessão dos valores a receber existentes ou futuros não deverá ser considerada inválida pelo fato de o contrato não a especificar individualmente, se quando do término do contrato ou quando a mesma aparecer, puder ser identificada como pertencendo ao contrato; (b) uma disposição do contrato de *factoring* através da qual os valores futuros a

O art. 6º considera válida a transferência dos créditos entre faturizado e faturizador ainda que haja instrumento contratual entre o devedor e o faturizado que proíba a cessão, exceto se o devedor tiver domicílio comercial em Estado que tenha feito reserva a esse dispositivo.<sup>45</sup>

O art. 11 ratifica a possibilidade de subsequentes cessões dos créditos faturizados.<sup>46</sup>

## **6. Legislação de alguns países que já positivaram o contrato de *factoring*.**

Diferentemente do Brasil, diversos países já regulamentaram o contrato de *factoring*, em vista da importância dessa modalidade contratual, tendo cada legislação assumido contornos distintos. O presente artigo examina as legislações de Portugal, Argentina e México.

### **6.1. Portugal.**

Em Portugal, o Decreto-Lei nº 171/1995 regula as sociedades de *factoring* e o contrato de *factoring*, na versão consolidada vigente desde 7 de junho de 2015 devido a alterações promovidas pelo Decreto-Lei nº 100/2015.

---

receber são cedidos opera a transferência dos valores a receber ao representante ao aparecem e necessarem de qualquer novo ato de transferência.

45 Entre os signatários, Bélgica, França e Letónia exerceram esse direito de reserva.

46 “Art. 11 — 1. Onde um valor a receber for cedido pelo fornecedor a um representante nos termos de um contrato de *factoring* regido pela presente Convenção: (a) as normas estabelecidas nos Artigos 5 a 1 deverão, sujeitas ao subparágrafo (b) deste parágrafo, aplicar-se a qualquer cessão subsequente do valor a receber pelo representante ou por um subsequente cessionário; (b) as disposições dos Artigos 8 a 10 serão aplicáveis como se o subsequente cessionário fosse o representante. 2. Para as finalidades desta Convenção, o aviso ao devedor da subsequente cessão também representa aviso da cessão ao representante.”

Ao contrário do Brasil, as sociedades de *factoring* em Portugal são instituições financeiras. O preâmbulo do Decreto-Lei nº 171/1995 assinala que o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei nº 298/1992, inclui as sociedades de *factoring* entre as instituições de crédito, o que faz com que essas sociedades se submetam às normas emanadas da autoridade reguladora, ou seja, o Banco de Portugal e as que disciplinam a constituição, administração, fiscalização e supervisão das instituições de crédito.

O Decreto-Lei nº 171/1995 revogou a lei anterior que tratava do assunto, Decreto-Lei nº 56/1986, com o intuito de “clarificação e desregulamentação do regime do contrato de *factoring*”. Além disso, teve o cuidado de evitar repetir as normas já presentes na lei geral das instituições de crédito e sociedades financeiras.

O art. 2º do Decreto-Lei nº 171/1995 conceitua a atividade de *factoring* nos seguintes termos:

1 – A atividade de *factoring* ou cessão financeira consiste na aquisição de créditos a curto prazo derivados da venda de produtos ou da prestação de serviços, nos mercados interno e externo. 2 – Compreendem-se na atividade de *factoring* as ações complementares de colaboração entre as entidades habilitadas a exercer a atividade de *factoring* nos termos do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n. 298/92, de 31 de dezembro e os seus clientes, designadamente de estudo de riscos de crédito e de apoio jurídico, comercial e contabilístico à boa gestão dos créditos transacionados.<sup>47</sup>

O art. 4º da lei lusitana exige que as sociedades de *factoring* adotem a forma de sociedade anônima. Trata-se de exigência reintro-

---

47 O Decreto-Lei nº 56/1986 qualificava o *factoring* como atividade parabancária (art. 1º).

duzida no regulamentado das sociedades de *factoring* pelo Decreto-Lei nº 100/2015, não sendo prevista na redação original do Decreto-Lei nº 171/1995. Essa exigência tinha lugar no art. 6º do Decreto-Lei nº 56/1986. No Brasil, diante do regime imposto pelo Banco Central de afastar a atividade de fomento comercial do regime das instituições financeiras, que devem adotar a forma de sociedade anônima, é permitida a constituição sob a forma de sociedade limitada, por exemplo.

O texto original do decreto-lei de 1995 previa que somente “as sociedades de *factoring* e os bancos podem celebrar, de forma habitual, como cessionários, contratos de *factoring*” (art. 4º, n.1, Princípio da Exclusividade). Com a nova redação, é estabelecido que o *factor* ou cessionário podem ser as entidades habilitadas a exercer a atividade de *factoring* nos termos do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (art. 3º).<sup>48</sup>

O art. 5º consigna que “as sociedades de *factoring* podem financiar sua atividade com fundos próprios e através dos seguintes recursos: a) emissão de obrigações de qualquer espécie, nas condições previstas na lei, em montante que não exceda o quádruplo dos seus capitais próprios, considerando a soma do preço de subscrição de todas as obrigações emitidas e não amortizadas, bem como emissão de papel comercial; b) financiamentos concedidos por instituições de crédito, nomeadamente no âmbito do mercado interbancário, se a regulamentação aplicável a este mercado o não proibir, bem como por instituições financeiras internacionais; c) financiamentos previstos nas alíneas “a)” e “d)” do nº 2 do artigo 9º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo

---

48 Decreto-Lei nº 298/1992, Art. 3º. “Tipos de instituições de crédito. São instituições de crédito: a) Os bancos” [...]. Art. 4º. “Atividade das instituições de crédito. 1 – Os bancos podem efetuar as operações seguintes: [...] b) operações de crédito, incluindo concessão de garantias e outros compromissos, locação financeira e *factoring*;” [...]. Art. 6º “Tipos de sociedades financeiras. 1. São sociedades financeiras: [...] b) As instituições financeiras referidas nas subalíneas ii) e iv) da alínea z) do artigo 2º-A, nas quais se incluem: [...] iv) As sociedades de *factoring*; [...]”.

Decreto-Lei nº 298/92, de 31 de dezembro”. Permite-se, portanto, a captação de recursos de terceiros, atividade consentânea com o objeto das instituições financeiras.

O art. 6º permite às sociedades de *factoring* realizar as operações cambiais necessárias ao exercício de suas atividades.

O art. 7º exige que o contrato de *factoring* seja celebrado por escrito, constando o conjunto das relações do *factor* com o respectivo aderente. Além disso, a transmissão de créditos deve ser acompanhada pelas respectivas faturas ou suporte documental equivalente, nomeadamente informático, ou título de crédito.

O art. 8º trata do pagamento dos créditos transmitidos, que poderá ser na data de vencimento dos créditos ou antecipadamente, podendo neste caso ser prestada garantia.

O art. 9º manda aplicar subsidiariamente as regras do Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras e legislação complementar.

A doutrina especializada informa que em Portugal o *factoring* cresceu substancialmente nos anos anteriores à crise econômica.<sup>49</sup> Segundo dados da Associação Portuguesa de *Leasing, Factoring e Renting*, em 2015 o peso dos créditos tomados representou 12,9% do PIB, o que ainda assim é um percentual muito elevado.<sup>50</sup>

Quanto à transmissão dos créditos, admite-se a existência de quatro modalidades: i) contrato de *factoring* com recurso e com antecipação, em que há uma cessão de créditos com direito de regresso e com antecipação de valores; ii) contrato de *factoring* com recurso e

---

49 SOUSA, D. A S. *A Tributação do Factoring: uma abordagem crítica numa perspectiva nacional e internacional*. 2005. Pós-Graduação em Direito Fiscal — Faculdade de Direito, Universidade do Porto, Porto, p. 8.

50 ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE LEASING, FACTORING E RENTING. *Factoring*. Lisboa, 2010. Disponível em: “<http://www.alf.pt/pt/factoring>”. Acesso em: 3 nov. 2018.

sem antecipação, em que há direito de regresso, mas sem antecipação de valores; iii) contrato de *factoring* sem recurso e com antecipação, em que não há direito de regresso, mas há antecipação; e iv) contrato de *factoring* sem recurso e sem antecipação, em que não há tanto o direito de regresso quanto antecipação de qualquer numerário.<sup>51</sup> Nota-se que a norma portuguesa, consentânea com a Convenção de Ottawa, prevê a flexibilidade do tratamento da delicada questão do direito de regresso do faturizador em face do faturizado, permitindo às partes a escolha da modalidade que for mais conveniente para elas. No Brasil, ao contrário, a falta de regulamentação legal e a doutrina conservadora apresentada criam mais obstáculos do que externalidades positivas para o contrato e sua execução, “impondo” a ausência do direito de regresso sem normativo que lhe dê supedâneo.

A notificação ao devedor é exigida para que a cessão de créditos produza efeitos, nos termos do art. 583º, n. 1, do Código Civil.

## 6.2. Argentina.

O *Código Civil y Comercial de la Nación* – Lei nº 26.994/2014, vigente desde 1 de agosto de 2015 – trata do *factoring* em seu Título IV, Capítulo 13, intitulado “Contrato de factoraje”. As disposições tiveram grande influência da Convenção de Ottawa da UNIDROIT, exposta no item 5.

O art. 1.421 afirma que há contrato de *factoraje* quando uma das partes, denominada “factor”, se obriga a adquirir por um preço em dinheiro determinado ou determinável os créditos originados das vendas da outra parte, denominada “factoreado”, podendo antecipar tais créditos, assumindo ou não os riscos do negócio.<sup>52</sup>

---

51 SOUSA, D. A S., op. cit., p. 28-33.

52 “Art. 1.421. Definición. Hay contrato de factoraje cuando una de las partes, denominada factor, se obliga a adquirir por un precio en dinero determinado o determinable los créditos

Importante observar, portanto, que para a lei argentina o risco não é elemento essencial do contrato de fomento mercantil, podendo ser elidido pela avença, mesma orientação da Convenção da Ottawa. Também fica facultado o adiantamento dos créditos pela faturizadora a faturizada.

O art. 1.422, por sua vez, estabelece que outros serviços podem ser agregados ao contrato, como administração e gestão de cobrança, assistência técnica, comercial ou administrativa sobre os créditos cedidos.<sup>53</sup> Mais uma vez, trata-se de uma faculdade das partes contratantes, não de uma imposição. Como visto, a legislação brasileira (Lei nº 9.249/95) também inclui a prestação de serviços adicionais ao faturizado.

O art. 1.423 permite que o *factoring* tenha por objeto a cessão de créditos futuros, desde que sejam determináveis, uma vez mais no mesmo sentido do art. 5º da Convenção de Ottawa.<sup>54</sup>

Também inspirado na Convenção de Ottawa, o art. 1.424 determina que o contrato deve incluir a relação dos créditos objetos da transmissão, bem como a identificação do *factor* e do *factoreado* e os dados necessários para identificar os documentos representativos dos direitos de crédito.<sup>55</sup>

---

originados em el giro comercial de la outra, denominada factoreado, pudiendo otorgar anticipo sobre tales créditos, asumiendo o no los riesgos.”

53 “Art. 1.422. Otros servicios. La adquisición puede ser complementada con servicios de administración y gestión de cobranza, asistencia técnica, comercial o administrativa respecto de los créditos cedidos.”

54 “Art. 1.423. “Créditos que puede ceder el factoreado. Son válidas las cesiones globales de parte o todos los créditos del factoreado, tanto los existentes como los futuros, siempre que estos últimos sean determinables.”

55 “Art. 1.424. Contrato. Elementos que debe incluir. El contrato debe incluir la relación de los derechos de crédito que se transmiten, la identificación del factor y factoreado y los datos necesarios para identificar los documentos representativos de los derechos de crédito, sus importes y sus fechas de emisión y vencimiento o los elementos que permitan su identificación cuando el factoraje es determinable.”

Esclarece Carlos Molina Sandoval que o rol de requisitos do art. 1.424 não é taxativo, devendo ser inseridas outras cláusulas, como a fixação de comissão, a existência ou não de antecipação dos valores, a assunção ou não dos riscos, dentre outras.<sup>56</sup>

O art. 1.428 do Código exige a notificação do devedor, que pode ocorrer por qualquer meio que evidencie racionalmente a recepção pelo devedor.<sup>57</sup>

### 6.3. México.

A *Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito*, diploma consolidado vigente desde 2014, trata do chamado *factoraje financiero* em seus artigos 419 a 431, acréscimo promovido pelo Decreto de 27 de abril de 2006.

O art. 419 conceitua o *factoring* nos seguintes termos:

Por virtud del contrato de factoraje, el factorante conviene con el factorado, quien podrá ser persona física o moral, en adquirir derechos de crédito que este último tenga a su favor por un precio determinado o determinable, en moneda nacional o extranjera, independientemente de la fecha y la forma en que se pague, siendo posible pactar cualquiera de las modalidades siguientes: I. Que el factorado no quede obligado a responder por el pago de los derechos de crédito transmitidos al factorante; o II. Que el factorado quede obligado solidariamente con el deudor, a responder del pago puntual y oportuno de los derechos de cré-

---

56 MOLINA SANDOVAL, Carlos. El contrato de factoraje y la cesión de créditos comerciales en el Código Civil y Comercial. *Revista La Ley (Suplemento Especial Nuevo Código Civil y Comercial de la Nación)*, p. 296–315, mar/2015, p. 310 et seq. Disponível em: “[http://works.bepress.com/carlos\\_molina\\_sandoval/68/](http://works.bepress.com/carlos_molina_sandoval/68/)”. Acesso em: 7 nov. 2018.

57 “Art. 1.428. Notificación al deudor cedido. La transmisión de los derechos del crédito cedido debe ser notificada al deudor cedido por cualquier medio que evidencie razonablemente la recepción por parte de éste.”

dito transmitidos al factorante. La administración y cobranza de los derechos de crédito, objeto de los contratos de factoraje, deberá ser realizada por el factorante o por un tercero a quien éste le haya delegado la misma, en términos del artículo 430. Todos los derechos de crédito pueden transmitirse a través de un contrato de factoraje financiero, sin el consentimiento del deudor, a menos que la transmisión esté prohibida por la ley, no lo permita la naturaleza del derecho o en los documentos en los que consten los derechos que se van a adquirir se haya convenido expressamente que no pueden ser objeto de una operación de factoraje. El deudor no puede alegar contra el tercero que el derecho no podía transmitirse mediante contrato de factoraje financiero porque así se había convenido, cuando ese convenio no conste en el título constitutivo del derecho.

Deste modo, permite a lei mexicana que o *factorado* seja pessoa física ou jurídica. Além disso, na linha da Convenção de Ottawa e dos diplomas português e argentino, consagra as modalidades com recurso e sem recurso, ou seja, pode o *factorado* responder ou não pela solvência do devedor.

O diploma também faculta a possibilidade de a administração dos créditos ser realizada por terceiros.

O art. 422 estipula que os *factorados* estão obrigados a garantir a existência e legitimidade dos direitos de crédito, ao tempo da celebração do contrato.<sup>58</sup> Diante da redação desse artigo, a doutrina considera que não é possível celebrar o contrato de *factoring* sobre créditos futuros.<sup>59</sup>

---

58 “Art. 422. Los factorados estarán obligados a garantizar la existencia y legitimidad de los derechos de crédito objeto del contrato de factoraje, al tiempo de celebrarse el contrato, independientemente de la obligación que, en su caso, contraigan conforme a la fracción II del artículo 419 de esta Ley.”

59 Nesse sentido, cf. ANDRADE, Mario de La Madrid. Concepto del contrato de factoraje en el derecho mexicano. *Revista de Derecho Privado*, UNAM, Ciudad de México, p. 17-28, 1996,

O art. 426 estabelece a obrigação de registro da operação de transmissão dos créditos para produzir efeitos perante terceiros.<sup>60</sup> A produção de efeitos será *ex nunc*.

O art. 427 apresenta o dever de notificação do devedor. Esse dever é mitigado na hipótese em que ao factorado tenha sido outorgado mandado de cobrança dos créditos, isto é, ele seja contratualmente responsável pela realização da cobrança.<sup>61</sup>

O art. 431 permite ao factorante transmitir os direitos de crédito a terceiros, sendo aplicável as disposições gerais de transmissão desses direitos.<sup>62</sup>

## **7. O factoring no Projeto de Código Comercial do Senado.**

O Projeto de Lei do Senado nº 487/2013 trata do *factoring* nos arts. 554 a 560. O art. 554 afirma que o fomento comercial consiste na prestação de serviços, sendo que o faturizador deve ser uma sociedade regularmente constituída, com objeto social exclusivo e específico, e o faturizado pode ser empresário, sociedade ou exercente de atividade econômica não empresarial. Denota-se que o faturizado pode ser sociedade simples, contrariamente ao entendimento da dou-

---

n. 21. Disponível em: “<https://revistas-colaboracion.juridicas.unam.mx/index.php/rev-derecho-privado/article/view/20251/1817>”. Acesso em: 5 nov. 2018.

60 “Art. 426. La transmisión de derechos de crédito efectuada con motivo de una operación de factoraje financiero surtirá efectos frente a terceros, desde la fecha en que haya sido inscrita en la Sección Única del Registro Único de Garantías Mobiliarias del Registro Público de Comercio, sin necesidad de que sea otorgada ante fedatario público.”

61 “Art. 427. El factorante deberá notificar al deudor la transmisión de los derechos de crédito objeto de un contrato de factoraje financiero, excepto en el caso de factoraje en el que se otorgue al factorado mandato de cobranza o se conceda a este último la facultad de llevar a cabo la cobranza del crédito correspondiente [...]”

62 “Art. 431. El factorante podrá transmitir a un tercero los derechos de crédito objeto del correspondiente contrato de factoraje financiero que haya celebrado, para lo cual deberá sujetarse a las disposiciones aplicables a dicha transmisión.”

trina majoritária, anteriormente exposto, de que o contrato somente poderia ser celebrado entre empresários. Estabelece ainda o dispositivo que é da essência do negócio a cessão onerosa ao faturizador de créditos que o faturizado titula em decorrência da exploração de atividade econômica.

O par. 1º do art. 554 apresenta importante regra, ao dispor que: “Na operação de fomento mercantil lastreada em título de crédito, a cessão sujeita-se às normas do direito cambial, a menos que previsto no contrato a aplicação das de direito civil”. Assim, o legislador privilegia o regime especial cambiário de transmissão do crédito, mas nada impede que as partes possam optar pelas regras civilistas. Como regra geral, aplicam-se as regras do direito cambial, com a possibilidade de endosso sem garantia. Podem as partes, no entanto, estipular que a transferência dos créditos representados em títulos de crédito se opere como uma cessão civil, aplicando-se as normas do Código Civil quanto à forma e efeitos da cessão.

O art. 555 esclarece que pelo contrato de fomento comercial, ocorre a aquisição à vista, total ou parcial, pelo faturizador dos direitos creditórios do faturizado, no mercado nacional ou internacional. Deste modo, consagra-se expressamente a possibilidade de o *factoring* ser parcial, ou seja, não englobe todos os créditos. Ao dizer que a aquisição do crédito seja *à vista*, a princípio ficaria vedada a existência do *maturity factoring*.

O par. 1º do art. 555 elenca os serviços que podem ser prestados em virtude do contrato: I – fomento de processo produtivo ou mercadológico; II – acompanhamento de contas a receber e a pagar; e III – seleção e avaliação de clientes, devedores ou fornecedores.

O par. 2º do art. 555 expõe o significado de *direito creditórios*, como aqueles que são documentados em: I – títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos comercial, de agronegócio, industrial, imobiliário, de prestação de serviços; II – warrants, contratos mercantis de compra e venda ou de prestação de serviços para entrega futura; e III – títulos ou certificados representativos de contratos.

O art. 556 permite explicitamente a possibilidade de o faturizado responder pelo inadimplemento do devedor: “Art. 556. O faturizado responde pela existência do crédito, pela veracidade das informações prestadas ao faturizador, pela legitimidade e legalidade do crédito cedido, por vícios e, quando contratualmente previsto, pelo inadimplemento do devedor”. Trata-se da mais importante inovação almejada pelo Projeto, pois retira o caráter essencial da assunção dos riscos da operação pelo faturizador, podendo o faturizado responder pelo inadimplemento do devedor, desde que haja previsão contratual. Caso o dispositivo futuramente entre em vigor, a característica essencial do *factoring* no Brasil ficaria relativizada e certamente deverá implicar em alteração no posicionamento atual da jurisprudência.

O art. 557 estatui que as obrigações do contrato podem ser garantidas por fiança, ou outras formas de garantias fidejussórias, e ainda por garantias reais ou por cessão fiduciária de crédito.

O art. 558 autoriza a constituição de Câmara de Liquidação de Títulos Faturizados, sob a forma de associação, e, nos termos do parágrafo único do art. 559, somente o contrato registrado na Câmara pode ter por garantia a cessão fiduciária de créditos.

O parágrafo 2º do art. 560 estabelece que o devedor não pode se recusar a pagar à Câmara a obrigação cedida à sociedade de fomento mercantil, mesmo que tenha contratado condição diversa com o credor originário. E o parágrafo 3º do mesmo artigo afirma que é nulo o pagamento feito pelo devedor diretamente ao credor originário ou ao faturizado, de título registrado em Câmara de Liquidação.

## **Conclusão.**

O *factoring* traduz modalidade contratual que representa a dinâmica das novas relações empresariais. No Brasil, essa modalidade contratual teve enorme crescimento nos últimos anos, movimentando considerável volume de recursos. Não obstante, ainda não há regula-

mentação da matéria no país, o que acarreta graves transtornos, sobretudo insegurança jurídica.

Conclui-se que o contrato de *factoring* precisa ser regulamentado, quer seja pela edição de lei especial, quer seja em ocasião da promulgação de novo Código Comercial, quer seja pela inclusão de novo capítulo ao Título V do Livro de Direito das Obrigações do Código Civil. O Projeto de Código Comercial em tramitação pretende relativizar a característica essencial do *factoring* no Brasil, que é a assunção dos riscos do inadimplemento pelo faturizador.

Com efeito, a Convenção de Ottawa sobre *factoring* internacional não elenca o risco como elemento necessário ao contrato; tampouco o fazem as legislações dos países estudados: Portugal, Argentina e México. A lei argentina nesse ponto é clara, ao estipular que o faturizador pode assumir ou não os riscos do negócio. Percebe-se que o projeto de lei em tramitação se coaduna com o direito estrangeiro nesse ponto.

Entende-se que a construção pretoriana e doutrinária que atribuiu ao *factoring* a natureza de contrato aleatório, assumindo o faturizador os riscos do negócio, decorreu da necessidade de distinguir as sociedades faturizadoras do conceito legal de instituição financeira, afastando o *factoring* do contrato de desconto bancário.

Além disso, diversos aspectos foram analisados no trabalho. A doutrina aponta que o *factoring* é contrato empresarial, porém o referencial correto é quanto ao objeto e não em relação às partes, pois o faturizado não precisa ser caracterizado como empresário. O *factoring pode ter por objeto créditos oriundos de venda a consumidores, e ainda que ele pode ser realizado sobre duplicatas, título de crédito especificamente brasileiro, ou outros títulos de crédito à ordem ou não à ordem.*

Passo adiante, demonstrou-se que requerer exclusividade do faturizado em relação ao faturizador não encontra supedâneo legal, nada obstando, contudo, que a exclusividade seja livremente pactua-

da pelas partes. Demonstrou-se, ainda, que o faturizado sempre será responsável pela existência do direito de crédito cedido perante o faturizador, podendo esse eventual exercer seu direito de regresso em face do primeiro.

Quanto à necessidade de notificação do devedor e à oponibilidade de exceções pessoais pelo devedor ao faturizador, fica patente que a jurisprudência ora aplica as regras de direito cambiário, ora aplica as regras de direito civil, muitas vezes confundindo institutos cambiários com institutos civilistas.

Quanto a todos esses aspectos controversos, conclui-se também que o Projeto de Código Comercial apresenta lacunas, o que não é desejável.

Espera-se que o tema ora estudado seja objeto de mais discussões para se chegar a uma harmonização do tratamento doutrinário e jurisprudencial.

# Normas para publicação de artigos na RSDE

1. Os trabalhos para publicação na Revista Semestral de Direito Empresarial – RSDE deverão ser inéditos no Brasil e sua publicação não deve estar pendente em outro veículo nacional.

2. Os trabalhos deverão ser enviados em arquivos no formato “.doc” para o e-mail: conselho.executivo@rsde.com.br

3. Os artigos deverão observar as normas da ABNT (NBR 6023, NBR 10520 e NBR 14724) e ser entregues na seguinte formatação:

- (a) Tamanho do papel: A4 (210 x 297 mm);
- (b) Orientação: retrato;
- (c) Margens: as margens superior e esquerda devem ser de 3 cm, ao passo que as margens inferior e direita devem ser de 2 cm;
- (d) Alinhamento: justificado;
- (e) Parágrafo: usar a tabulação padrão (1,25 cm), a partir da margem esquerda da folha. As eventuais alíneas devem estar a 2,5 cm da margem (para transcrições longas, observar a alínea “h” abaixo);
- (f) Espaçamento: 0 pt antes e depois no texto e 0 pt antes e 6 pt depois para as notas de rodapé; entrelinhas: 1,5 linhas no texto e simples para notas de rodapé (para transcrições longas, observar a alínea “h” abaixo);
- (g) Fonte: Times New Roman; estilo: normal; tamanho: corpo 12 para o texto e corpo 10 para as notas de rodapé; cor: automático;
- (h) Transcrições longas (mais de 3 linhas): escritas em parágrafo independente, com recuo a 4 cm da margem esquerda, sem aspas; tamanho da fonte: 10 (o trecho não deverá ser transcrito em “itálico” ou “negrito”, à exceção de expressão grifada pelo autor, caso em que deverá ser incluída, ao final do texto transcrito, a expressão “grifos do autor”); espaçamento entrelinhas: simples; e
- (i) Transcrições curtas (até 3 linhas, inclusive): deverão observar o mesmo padrão do texto do artigo, escritas entre aspas.

4. Os artigos deverão possuir:

- (a) sumário;
- (b) título, resumo e palavras-chave em dois idiomas, sendo um deles o idioma do texto e o outro necessariamente o inglês;
- (c) referências a citações, as quais serão feitas em notas de rodapé, seguindo, como já indicado no item 3. acima, as normas da ABNT; e
- (d) no mínimo de 15 e máximo de 30 páginas. Não será necessária a indicação de bibliografia ao final do artigo.

5. Os trabalhos recebidos serão submetidos a processo de dupla avaliação anônima por pares (*double blind review*) pelo corpo de pareceristas permanente da RSDE, o qual é composto por professores de universidades brasileiras e estrangeiras.

6. Cada artigo avaliado poderá ser considerado (a) apto para publicação; (b) apto para publicação, desde que realizadas correções obrigatórias; ou (c) inapto para publicação. Serão publicados os artigos que não tiverem recebido qualquer parecer negativo ou aqueles que tiverem atendido as correções obrigatórias requeridas pe-

los Pareceristas. Após a avaliação, os artigos retornarão aos autores para ciência e para realização de eventuais correções, as quais serão posteriormente conferidas tanto pelos pareceristas quanto pelos membros do Conselho Executivo.

7. Realizado esse procedimento, os artigos aprovados serão submetidos aos Editores e aos membros dos Conselhos Editorial e Executivo da Revista, que se reunirão para avaliá-los e finalizar a seleção para a publicação, observando os critérios de qualidade e exogenia e a quantidade de artigos por número.

8. Além desses artigos avaliados anonimamente por pares, a RSDE publicará até dois artigos de convidados por número. Estes artigos serão avaliados somente pelos Conselhos Editorial e Executivo, os quais analisarão a pertinência temática com o foco e o escopo da Revista e a observância das regras formais para publicação.

9. As edições da RSDE são publicadas semestralmente, nos meses de junho e dezembro, todos os anos.