

ANDRÉ DE ALBUQUERQUE SGARBI

**MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SOCIEDADES  
DE ECONOMIA MISTA – QUAL O MODELO DE GOVERNANÇA  
MAIS ADEQUADO ÀS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA?**

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS  
BELO HORIZONTE - 2011

ANDRÉ DE ALBUQUERQUE SGARBI

**MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SOCIEDADES  
DE ECONOMIA MISTA – QUAL O MODELO DE GOVERNANÇA  
MAIS ADEQUADO ÀS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA?**

Linha de pesquisa: A expressão da liberdade em face da pessoa e da empresa

Projeto estruturante: Novos desafios da organização empresarial

Orientador: Prof. Doutor Osmar Brina Corrêa Lima

Trabalho apresentado à Faculdade de  
Direito da Universidade Federal de  
Minas Gerais, como requisito para a  
obtenção do título de Mestre.

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS  
BELO HORIZONTE - 2011

Dedico esse trabalho a meus pais, Prof. Dr. Geraldo Norberto Chaves Sgarbi e Prof<sup>a</sup>.  
Dr<sup>a</sup>. Patrícia Barbosa de Albuquerque Sgarbi que, desde cedo, me ensinaram o valor do  
estudo e me fizeram admirar a vida acadêmica.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço penhoradamente ao meu orientador Prof. Dr. Osmar Brina Corrêa Lima, que, durante toda a elaboração desse trabalho, me auxiliou e apoiou de todas as maneiras possíveis. Divido com ele os eventuais méritos desse trabalho, e assumo como meus os inevitáveis deméritos.

Agradeço ainda ao Prof. Dr. Sérgio Mourão Corrêa Lima e à Prof. Dr<sup>a</sup> Moema Augusta Soares de Castro pelas valiosas lições durante o curso, e à Prof. Maria Celeste Morais Guimarães, de quem tive a honra de ser colega, e cujo convívio durante o curso me enriqueceu profundamente.

Finalmente, agradeço à querida Mariana pelo carinho e apoio, e ao amigo e sócio Dr. Daniel de Magalhães Pimenta, pela compreensão e irrestrita amizade.

## RESUMO

As Sociedades de Economia Mista são hoje um eficaz instrumento de captação de recursos privados, para serem investidos em prol de uma atividade que, ao mesmo tempo, seja capaz de gerar retorno financeiro e atender a um interesse público determinado. Obviamente, os sócios privados investem em uma Sociedade de Economia Mista buscando retorno financeiro, enquanto o sócio estatal, necessariamente controlador, cria a sociedade e nela aporta recursos públicos a fim de atender a uma demanda social por ele identificada.

Entretanto, a convivência entre sócios com interesses muitas vezes conflitantes não se dá sem atritos. É comum que decisões do ente público controlador impactem de forma relevante a lucratividade da sociedade, e, por conseguinte, o retorno dos investimentos feitos pelos acionistas privados.

Diante desse fato, as Sociedades de Economia Mista demandam um modelo de Governança Corporativa próprio, adequado às suas peculiaridades. Esse modelo deve garantir a acomodação dos direitos e interesses das duas “classes” de sócios (privados e estatal). Dessa forma, o objetivo desse trabalho é, em primeiro lugar, promover uma revisão de alguns institutos relacionados à Governança Corporativa das sociedades privadas, apresentando o modelo que entendemos mais adequado a essas sociedades. Em seguida, propomos uma adaptação desse modelo às Sociedades de Economia Mista.

## ABSTRACT

The mixed companies (jointly owned by the state and private citizens or companies) are today an effective instrument for obtaining private resources, which can be invested in activities that simultaneously generates financial return for the private investors and fulfill a determined public interest. The private shareholders invests in a mixed companies looking for the financial return, while the state-shareholder, who necessarily controls the company, creates it and place public resources in order to fulfill a social demand.

However, the coexistence of shareholders with antagonistic interests does not occur without conflict. It is common that decisions taken by the state-shareholder impact relevantly the company's profits, and, as a consequence, the return of the investments made by the private shareholders.

Thus, the mixed companies demand a specific corporate governance model, that suits its peculiarities. This model should accommodate the interest of the public and state shareholders. The goal of this work is, in first place, to review some institutes related to the corporate governance of private companies, presenting the model that we understand is more suitable for these companies. Next, we propose an adaption of this model for the mixed companies.

## ÍNDICE

|  |     |
|--|-----|
| Introdução   | 9   |
| Capítulo I – Custos de agência   | 13  |
| Capítulo II – A Teoria Contratualista da sociedade   | 23  |
| Capítulo III – A responsabilidade social   | 75  |
| Capítulo IV – Exploração coletiva da atividade econômica na História                         | 125 |
| Capítulo V – Os mestres da sociedade   | 115 |
| Capítulo VI - Nonshareholder constituency statues  | 193 |
| Capítulo VII - O sistema de Governança Corporativa alemão – Co-gestão                        | 210 |
| Capítulo VIII - Breve histórico da intervenção estatal no domínio econômico                  | 251 |
| Capítulo IX – A evolução da intervenção estatal na Economia nas Constituições<br>brasileiras | 259 |
| Capítulo X - As Sociedades de Economia Mista   | 272 |
| Capítulo XI – Modelo de Governança nas Sociedades de Economia Mista                          | 316 |
| Conclusão  | 362 |
| Referências Bibliográficas   | 364 |

*“The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”<sup>1</sup>*

*“A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes.”<sup>2</sup>*

---

<sup>1</sup> Smith, ADAM. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, p. 439, publicado em 1776, edição de 2009, Didireads.com Books, disponível em <http://books.google.com.br/books?id=rBiqT86BGQEC&printsec=frontcover#v=onepage&q&f=false>, acessado em 22/03/2011.

<sup>2</sup> Excerto do julgamento da Suprema Corte do Estado de Michigan/EUA - Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668, 684 (Mich. 1919).



## INTRODUÇÃO

Este trabalho tem por objetivo abordar alguns aspectos relevantes relacionados à Governança Corporativa das Sociedades de Economia Mista. Essas regras diferem das regras de Governança das sociedades privadas em razão da coexistência, nas Sociedades de Economia Mista, de sócios com interesses diversos, muitas vezes antagônicos e inconciliáveis: os sócios privados, que investem na sociedade em busca de retorno financeiro e o sócio estatal (controlador), que tem na Sociedade de Economia Mista um veículo de atendimento a um interesse público definido.

Entretanto, antes de adentrar na discussão sobre a Governança das Sociedades de Economia Mista, faz-se necessária a abordagem de uma série de questões preliminares. Essa abordagem é parte do processo de construção lógica de um raciocínio, que culminará com as conclusões a respeito das regras específicas que devem nortear a relação entre acionistas e administradores das Sociedades de Economia Mista. Serão, assim, abordados conceitos e teorias que, em princípio, podem não ter relacionamento direto com a gestão das companhias mistas, mas que, como será demonstrado, serão imprescindíveis para as conclusões finais do trabalho.

No primeiro capítulo, serão abordados os custos de agência, teoria econômica que identifica os custos envolvidos com a gestão, por uma pessoa, do patrimônio de outra. Apesar de se situar fora do âmbito jurídico, a teoria é valiosa quando se analisa a relação entre administradores e sócios de sociedades, razão pela qual sua análise é amplamente justificada.

No segundo capítulo, será abordada a chamada Teoria Contratualista da sociedade, também com origens na Economia, porém, amplamente acolhida por juristas. Trata-se, como será demonstrado, de uma teoria a respeito da natureza das sociedades e da forma de exploração da atividade econômica por elas. Segundo seus formuladores, a exploração de atividade econômica pela sociedade se daria sempre por meio de relações contratuais (*agreements*), podendo a sociedade ser vista como uma estrutura destinada a coordenar essas relações, que são travadas com indivíduos diversos, que, de uma forma

ou de outra, são necessários ao sucesso da atividade empresarial (empregados, fornecedores, credores, etc).

O estudo da concepção contratual da sociedade nos levará diretamente a uma discussão central de nosso tema, qual seja, a definição dos interesses que devem ser atendidos por aqueles encarregados da gestão da sociedade. Como será demonstrado, a concepção contratual da sociedade fornece uma estrutura teórica que pode ser utilizada tanto pelos defensores do modelo de maximização do retorno dos acionistas (para os quais a sociedade deve ser gerida exclusivamente no interesse de seus sócios) quanto pelos defensores do modelo segundo o qual a sociedade deve ser administrada no interesse tanto dos acionistas quanto dos demais interessados em seu funcionamento (empregados, comunidades onde a sociedade atua, etc).

A fim de introduzir tal discussão, abordaremos, no terceiro capítulo, um tema que se encontra em voga, qual seja, o da responsabilidade social das sociedades. Trataremos da concepção jurídica e corrente da responsabilidade social, demonstrando que os defensores de tal responsabilidade, na verdade, defendem o modelo de Governança Corporativa segundo o qual a gestão da sociedade deve ser direcionada em prol do interesse de todos aqueles afetados ou envolvidos com suas atividades, e não somente dos sócios.

No capítulo quatro, antes de adentrar na discussão a respeito de quem seriam afinal os destinatários das obrigações dos administradores da sociedade, faremos um recorte histórico, abordando as diversas formas de exploração conjunta da atividade econômica, focando em quatro períodos: a Roma antiga, a Itália medieval, a Inglaterra moderna e os Estados Unidos contemporâneos. As lições extraídas dessa análise serão valiosas para a discussão que travaremos no quinto capítulo, onde analisaremos talvez a questão mais importante de nosso trabalho: quem são os “mestres” da sociedade, ou seja, quais os interesses devem ser assistidos pelos administradores da sociedade: exclusivamente os acionistas ou também os dos chamados *stakeholders*?

No sexto e sétimo capítulos, a fim de “testar” as conclusões a que chegamos no quinto capítulo, analisamos duas situações de Direito comparado. No sexto capítulo,

analisaremos os chamados *nonshareholder constituency statutes*, leis aprovadas por diversos Estados americanos que autorizam, em algumas situações, os administradores a decidirem em detrimento dos interesses dos acionistas, desde quem em prol do atendimento aos interesses dos *stakeholders*. No sétimo capítulo, iremos analisar o sistema germânico de Governança Corporativa, onde os empregados possuem papel proeminente na gestão das sociedades, integrando seus órgãos gestores. As análises feitas nesses dois capítulos servirão para demonstrar como a teoria, segundo a qual os administradores devem, ao gerir a sociedade, atender também aos interesses dos chamados *stakeholders*, funciona na prática, e, em nossa opinião, reforçarão e validarão as conclusões alcançadas no quinto capítulo.

Após a análise do sistema de Governança Corporativa alemão, a primeira parte do nosso trabalho estará encerrada. Nesse ponto, teremos analisado todos os pontos e teorias e obtido todos os conceitos necessários para subsidiar as discussões a respeito do modelo de Governança Corporativa aplicável às Sociedades de Economia Mista.

Assim, no oitavo capítulo, iniciaremos as discussões a respeito das Sociedades de Economia Mista com uma breve análise histórica da intervenção estatal no domínio econômico, primeiramente, com uma abordagem mais ampla e, em seguida, no nono capítulo, com ênfase no tratamento dado pelas diversas Constituições brasileiras ao tema.

No décimo capítulo, será feita uma análise sobre as Sociedades de Economia Mista, sua origem histórica, importância, características e regramento legal. Serão analisados, pormenorizadamente, os dispositivos constitucionais e legais que regulam seu funcionamento.

O capítulo décimo primeiro será dedicado inteiramente à análise do modelo de Governança Corporativa das Sociedades de Economia Mista. Iremos nos valer das lições e conclusões a que chegamos no curso do trabalho para, partindo da premissa de que nessas sociedades coexistem sócios com interesses muitas vezes conflitantes. Também analisaremos a atual gestão das Sociedade de Economia Mista e proporemos

um modelo alternativo, adequado e absolutamente condizente com a atual ordem legal e constitucional.

Em seguida, apresentaremos nossas conclusões e a bibliografia consultada.

## CAPÍTULO I – CUSTOS DE AGÊNCIA

Em um famoso estudo denominado “*Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”<sup>3</sup>, os professores Michael C. Jensen e William H. Meckling analisam a chamada *theory of the firm*<sup>4</sup>, com ênfase na relação entre os chamados custos de agência (*agency costs*) e diversos aspectos ligados à estrutura de propriedade de uma sociedade, com destaque para opção pelo financiamento por meio da emissão de ações ou por meio de contração de dívidas; a separação entre a propriedade e a gestão das sociedades e a relação entre os acionistas “externos” e “internos”, definidos pelos autores como aqueles que administram a sociedade e aqueles que não estão ligados à sua gestão. Ao final, propõem a chamada *nexus-of-contracts theory*, que será abordada no próximo capítulo.

Não obstante os autores foquem a relação entre gestores e sócios<sup>5</sup>, acreditamos que o conceito econômico de custos de agência, além de diversas conclusões alcançadas pelos autores serão úteis para subsidiar várias discussões que iremos abordar no presente trabalho.

A título de esclarecimento, devemos mencionar que os autores em suas análises se utilizam de modelos teóricos nos quais o gestor da sociedade é detentor de relevante participação societária, o que, em muitos aspectos, o assemelha à figura do acionista

---

<sup>3</sup> Meckling, William H. e Jensen, Michael C., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1º de Julho de 1976). Michael C. Jensen, *A THEORY OF THE FIRM: GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS AND ORGANIZATIONAL FORMS*, Harvard University Press, Dezembro de 2000; *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 3, No. 4, 1976. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=94043>, acessado em 20 de dezembro de 2010

<sup>4</sup> Diversos conceitos tratados nos capítulo iniciais não são essencialmente jurídicos, uma vez que derivam de ramos diversos da ciência, como a Economia, as Finanças e a Contabilidade. Isso cria certa dificuldade terminológica. Por exemplo, a “firma” não é um conceito jurídico, sendo a “sociedade” seu conceito jurídico mais próximo, apesar de não significarem exatamente a mesma coisa, como será demonstrado no próximo capítulo. Sempre que possível, utilizaremos os conceitos jurídicos, fazendo as ressalvas necessárias quando forem utilizados por nós ou por autores citados conceitos próprios de outros ramos da ciência que possam causar alguma confusão.

<sup>5</sup> Os autores utilizam a expressão *managers*, que, em um paralelo com a estrutura das sociedades anônimas brasileiras, poderia ser relacionado com a figura dos diretores. Entretanto, considerando que os autores elaboram uma teoria geral sobre a relação entre os detentores da propriedade e os detentores do poder de gestão da sociedade, e que, na maioria dos exemplos dados, são utilizadas situações típicas de sociedades de pequeno porte, ao comentarmos o texto em questão, utilizaremos a expressão “gestores” para nos referirmos às pessoas que possuem poder de gestão sobre a sociedade e “sócios” para tratarmos dos detentores da propriedade.

controlador. Além disso, consideram possível, em tese, que o gestor venha a deter a totalidade das ações de uma sociedade, o que, via de regra, é impossível no Direito brasileiro<sup>6</sup>, mas é uma premissa essencial para as conclusões a que chegam. Devemos, assim, ficar atentos às limitações na extensão das conclusões apresentadas, decorrentes dessas premissas.

Partindo da premissa de que os direitos de propriedade são definidos por contratos<sup>7</sup>, que alocam os custos e ganhos entre os participantes de uma organização, os autores definem os custos de agência, aplicados à relação entre os gestores e os sócios externos (aqueles não envolvidos com a gestão da sociedade). O fazem a partir da definição de relacionamento de agência (*agency relationship*), um contrato onde uma ou mais pessoas (*principals*<sup>8</sup>) “*engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.*” Ou seja, em um relacionamento de agência, o principal delega ao agente poderes para que este aja discricionariamente, em prol dos seus (do principal) interesses.

Considerando que ambos tentarão maximizar as suas utilidades pessoais<sup>9</sup>, em diversas situações haverá conflito decorrente do fato de que, para o agente, a maximização de suas utilidade pessoais não representará a maximização das utilidades pessoais do principal. A fim de evitar que o agente aja exclusivamente em prol da maximização de suas próprias utilidade pessoais, o principal incorre diretamente em custos diretos e indiretos, relacionados, basicamente, à fiscalização das atividades do agente. Entretanto, é impossível, segundo os autores, evitar que, em algumas situações,

---

<sup>6</sup> As situações em que uma companhia pode ter suas ações detidas por um único acionista são excepcionais, e se resumem à figura da subsidiária integral (art. 251 da Lei de Sociedades Anônimas); à unipessoalidade temporária (art. 206, da Lei de Sociedades Anônimas) e às empresas públicas (que deveriam ser chamadas de sociedades públicas), que têm como único acionista um ente público.

<sup>7</sup> Na Teoria Econômica, a expressão “contrato” possui um significado mais amplo do que o adotado pela Ciência Jurídica. Em breves palavras, para a Economia, contrato é qualquer relação entre duas pessoas em que há definição de obrigações e direitos mútuos. As diferenças nos conceitos econômico e jurídico de contrato serão abordadas de forma detalhada no próximo capítulo. Entretanto, fica desde já a ressalva.

<sup>8</sup> Na Teoria dos Relacionamentos de Agência, são identificados dois sujeitos, chamados de *agents* e *principals*. Identificamos que na doutrina das Finanças, são utilizadas as expressões “agentes” e “principais”, tradução literal do inglês, às quais nos ateremos em razão de seu uso disseminado pelos autores da área.

<sup>9</sup> Os autores usam a expressão *utilities*. Verificamos que diversos autores brasileiros do campo das Finanças se utilizam da tradução “*utilidades pessoais*” para designar, em geral, o retorno que alguém tem ou deseja ter de determinada situação.

o agente aja de forma diversa daquela que garantiria a maximização dos ganhos do principal. A diferença entre o que o principal ganharia com a decisão que representaria a maximização de seus ganhos e aquela efetivamente tomada pelo agente representa a chamada “perda residual” (*residual loss*).

Os autores, assim, caracterizam os custos de agência como a soma dos custos decorrentes da fiscalização da atuação do agente mais as perdas residuais, ressaltando sua aplicabilidade a um sem número de situações onde há efetiva delegação de poderes de decisão, incluindo<sup>10</sup> a relação entre os gestores, de um lado, que figuram como agentes e os sócios externos, que figuram como os principais<sup>11</sup>. Nesse caso, os sócios delegam aos gestores a gestão da companhia e arcam com custos para fiscalizar sua atuação (que podem ser direta ou indiretamente despendidos. No caso da contratação de empresa de auditoria pela própria sociedade, é um custo indiretamente arcado pelos sócios, posto que impacta de forma negativa nos lucros da sociedade), além de incorrerem em perdas decorrentes das situações em que, não obstante a fiscalização, os gestores (agentes) agem de forma diversa daquela que representaria a maximização do retorno dos sócios (principais).

Logo, sempre que presente a separação entre propriedade e gestão, ou seja, sempre que os gestores de uma sociedade não forem os detentores da totalidade seu capital, os sócios externos, ou seja, aqueles que não estão envolvidos com administração incorrerão em custos de agência, seja em razão da necessidade de monitoramento dos

---

<sup>10</sup> Não obstante Jensen e Meckling apliquem o conceito de relacionamento e custo de agência à relação entre acionistas e administrador, é certo que são conceitos mais amplos, aplicados pelos próprios autores, no mesmo artigo, ao relacionamento entre os acionistas e credores. Para Kazuo e Famá, às fl. 3, “*Existem, basicamente, três tipos de relação de agência; Acionistas X Administradores, Acionistas X Credores e Firma X Stakeholders.*” Devemos frisar, entretanto, que a relação entre acionistas e credores, abordada por diversos autores da área de finanças, formalmente se dá entre a própria sociedade e os credores, e não entre os acionistas e os credores.

<sup>11</sup> No capítulo XI, abordaremos a aplicabilidade da teoria dos custos de agência à relação entre os administradores de Sociedades de Economia Mista e o acionista controlador, por um lado, e os acionistas privados, de outro. Partiremos da premissa de que os custos de agência nas Sociedades de Economia Mista são elevados, tendo em vista que, não sendo clara a definição a respeito do “fim social” para o qual esta foi criada, o custo de monitoramento sobre as ações dos administradores e do acionista público pelos acionistas privados é elevado, posto que a autorização para que a sociedade seja direcionada ao fim social para o qual foi criada abre a possibilidade de toda sorte de abuso. Além do mais, os custos com a reparação dos prejuízos causados pelos abusos são elevados, e muitas vezes tornam proibitivo o ativismo por parte de acionistas privados que se sintam prejudicados.

gestores, seja pelas perdas decorrentes de decisões do gestor que não maximizem o retorno sobre o seu patrimônio, no caso, as ações da sociedade.

Os autores abordam uma situação específica que é a gestão de uma sociedade por um sócio que não detenha a totalidade das ações, com a existência de outros que não se envolvem na administração. A maximização dos ganhos desse gestor ocorre, como dito, quando ele age de forma a não maximizar o retorno dos demais sócios, que arcam com a chamada perda residual. Isso se dá, para os autores, basicamente por meio da apropriação pelo gestor dos “benefícios não pecuniários” (*non-pecuniary benefits*), que seriam aqueles que não decorreriam diretamente da sua condição de sócio. Os dividendos garantem ao sócio a percepção de parcela dos resultados sociais, na proporção de sua participação no capital social da sociedade, exceto disposição contrária no contrato ou estatuto social. Assim, os dividendos que o gestor recebe em razão das ações que detém são também pagos, proporcionalmente, aos sócios externos. A maximização do valor do gestor com participação societária se dá por meio da percepção daqueles benefícios que são apropriados somente por ele, sem qualquer contrapartida aos sócios externos. Esses benefícios, assim, decorrem da sua condição de gestor, e não de sócio.

Partindo da premissa de que o gestor não é detentor da integralidade das ações, os custos em que a sociedade incorrer não refletirão negativamente nos lucros que ele (gestor) receber de forma integral. Se ele, assim, se apropria da integralidade dos benefícios gerados por aquele custo, está maximizando seus ganhos. A título de exemplo, a compra de um veículo de luxo para o gestor representa custo que será, ao final, arcado por todos os acionistas, proporcionalmente à sua participação no capital social, e gerará benefícios exclusivamente ao gestor. Assim, se este possuir 50% das ações da sociedade, a compra do veículo representará um impacto financeiro de 50% do valor do veículo nos lucros que receberá, porém, ele apropriará os benefícios correspondentes a 100% do valor do veículo, o que demonstra, de forma clara, como se dá a maximização dos ganhos do gestor em detrimento dos sócios externos<sup>12</sup>. Trata-se da clássica situação onde os custos são divididos, mas o benefício é privatizado.

---

<sup>12</sup> Nas Sociedades de Economia Mista, o benefício apropriado pelo controlador em detrimento dos acionistas privados é, muitas vezes, subjetivo, como por exemplo o prestígio político decorrente de uma



Outro aspecto relevante abordado pelos autores diz respeito à relação proporcional entre a participação desse gestor no capital social e o esforço que o mesmo dedica à gestão dos negócios. Reduzida sua participação, a tendência é que também se reduza seu afincamento na condução dos negócios sociais, o que não deixa de ser uma forma de maximização dos seus ganhos em detrimento dos sócios externos: ao diminuir a dedicação, o esforço e o tempo investidos na gestão da sociedade, sem que isso reduza o seu retorno financeiro, o gestor está aumentando o retorno sobre seu trabalho.

Obviamente, o custo com a contratação de um gestor, que envolve sua remuneração direta e os benefícios adicionais oferecidos, é uma despesa esperada da sociedade. Os sócios que investem em um empreendimento mas não se envolvem com a sua gestão se propõem a pagar alguém para fazê-lo. Assim, os valores e benefícios recebidos pelo sócio gestor não são, *a priori*, indevidos. A maximização dos rendimentos deste gestor em detrimento dos sócios externos se dá somente quando este se apropria de valores que não seriam pagos a um gestor não sócio, ou seja, quando o gestor com participação societária recebe valores ou goza de benefícios que não seriam pagos ou concedidos a um gestor não sócio, ele o faz em detrimento dos sócios externos.<sup>13</sup> Isso se dá por meio dos benefícios não pecuniários, e, nesse caso, os custos de agência são suportados pelos sócios exatamente para tentar evitar, ou ao menos diminuir, essa apropriação indevida de riqueza pelo sócio gestor.

Jensen e Meckling ainda abordam questão interessante, qual seja: Por que, dada a existência de custos de agência relevantes e inevitáveis envolvidos com a separação entre a propriedade e a gestão de sociedades, que refletem de forma relevante no retorno dos sócios externos, o mercado acionário é uma forma tão popular e disseminada de

---

indicação de um aliado político para um cargo de visibilidade ou os dividendos políticos decorrentes de uma política de investimentos popular, mas prejudicial à sociedade.

<sup>13</sup> No Direito brasileiro, a Lei de Sociedades Anônimas prevê, no art. 152, que a remuneração dos administradores será fixada pela Assembleia Geral, levando em conta os seguintes critérios: "suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado". De acordo com o disposto no art. 115, §1º da Lei de Sociedades Anônimas, a participação de acionista que exerce cargo de administração na sociedade, em deliberação a respeito de sua própria remuneração pode configurar situação de conflito de interesses, tornando a deliberação anulável. Nos casos em que o administrador não é acionista, a prova da abusividade de sua remuneração é muito mais complexa e depende da comprovação da sua exorbitância e da sua incompatibilidade com os padrões mercadológicos, levadas em conta todas as circunstâncias que envolveram a sua fixação.

captação de recursos? Por que, existindo diversas opções para alocação de sua poupança que envolvam retornos pré-definidos (*fixed claims*), geralmente na forma de títulos de dívida (debêntures, *commercial papers*, títulos públicos e privados em geral) as pessoas se dispõem a investir seu capital em um negócio que será gerido por uma ou mais pessoas que, inevitavelmente, tentarão se apropriar, ao máximo dos valores investidos pelos sócios externos, o que demandará constante e dispendiosa vigilância por parte destes, e cujo retorno dependerá inteiramente do desempenho da sociedade e do próprio gestor?<sup>14</sup> Por outro lado, por que as próprias sociedades não optam exclusivamente pela captação por meio de empréstimos em vez do lançamento de ações, tendo em vista que os juros possuem tratamento tributário benéfico em relação aos dividendos?<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> “A análise feita até agora nos deixou com o seguinte quebra-cabeça: Por que, considerando a existência de custos decorrentes do relacionamento de agência, encontramos com frequência a forma tradicional de organização empresarial, com participação acionária altamente dispersa? Se a literatura sobre o poder “discricionário” dos gestores de grandes sociedades for levada a sério, é difícil de entender o enorme crescimento histórico dos ativos dessas organizações, não apenas nos Estados Unidos, mas em todo o mundo. Parafraseando Alchian (1986): Como se explica que milhões de indivíduos estão dispostos a entregar uma fração relevante de sua riqueza a organizações tocadas por gestores que tem tão pouco interesse em seu bem-estar? E o que é mais marcante: por que estão dispostos a fazer tal compromisso tendo como direito apenas a riqueza residual (n. do t. – residual claimant é expressão que se refere à figura daqueles que tem direitos residuais em relação à sociedade, isso é, que só tem direito aos lucros, sendo os últimos a serem pagos, depois que todas as demais obrigações foram satisfeitas. Por excelência, os residual claimants são os sócios), na expectativa de que os gestores irão gerir a sociedade de modo a que caibam lucros aos sócios?” Tradução livre do autor. Versão original: “The analysis to this point has left us with a basic puzzle: Why, given the existence of positive costs of the agency relationship, do we find the usual corporate form of organization with widely diffuse ownership so widely prevalent? If one takes seriously much of the literature regarding the “discretionary” power held by managers of large corporations, it is difficult to understand the historical fact of enormous growth in equity in such organizations, not only in the United States, but throughout the world. Paraphrasing Alchian (1986): How does it happen that millions of individuals are willing to turn over a significant fraction of their wealth to organizations run by managers who have so little interest in their welfare? What is even more remarkable, why are they willing to make these commitments purely as residual claimant, i.e., on the anticipation that managers will operate the firm so that there will be earnings which accrue to the stockholders?” Ob. cit., p. 35.

<sup>15</sup> Sobre a separação da gestão e da propriedade e o riscos envolvidos nesse procedimento, Adam Smith, citado por Jensen e Meckling, foi categórico: “Os diretores dessas sociedades (sociedades anônimas), entretanto, sendo gestores de recursos de terceiros e não de recursos próprios, não podemos deles esperar que cuidem do negócio com a mesma vigilância ansiosa que os sócios de uma sociedade limitada (n. do t.: o autor pretende diferenciar os gestores de sociedade com milhares de sócios, que gerem recursos de terceiros com aqueles que gerem sociedade com pequeno número de sócios, e que, geralmente, possuem participação relevante na mesma) usualmente dedicam aos seus negócios. Como serventes de um homem rico, facilmente deixam de prestar atenção a pequenos problemas. Negligência e extravagância, portanto, tendem a prevalecer na gestão dos assuntos de uma companhia desta natureza.” Tradução livre do autor. Versão original: “The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”

As respostas dadas pelos autores não são conclusivas, mas envolvem o reconhecimento de que os sócios optam por incorrer nos custos de agência em prol da diversificação de seu *portfolio* de investimentos<sup>17</sup>. Por outro lado, os autores apontam que, da mesma forma que a separação entre a propriedade e o controle decorrente da captação de recursos mediante a venda de participações acionárias a sócios externos, o financiamento por meio de empréstimos envolve também custos de agência que são suportados pela sociedade. Esses custos, segundo os autores, podem ser divididos em três espécies: os custos de incentivo, os custos de monitoramento e os custos de falência.

Os custos de incentivo decorreriam da tendência de o acionista sócio se envolver em negócios de altíssimo risco, caso a sociedade seja financiada fortemente por meio de empréstimos. Isso porque, caso o retorno seja positivo, seu ganho será enorme. Já se os resultados foram negativos, o prejuízo será arcado pelos fornecedores de capital, uma vez que pouco ou nenhum capital próprio teria sido investido. A fim de evitar tal situação, os mutuantes, ao fixar a taxa de juros que exigirão para financiar as atividades de uma sociedade, presumem que ela irá sempre optar pelo negócio mais arriscado - ainda que existam outros que lhe garantiriam um retorno superior- e cobrarão taxas correspondentes, elevando, assim, o custo de capital da sociedade e reduzindo o retorno do investimento, o que é caracterizado como um custo de agência, arcado pela sociedade.

Os custos de monitoramento, por sua vez, são aqueles relacionados à supervisão, pelos fornecedores de capital, das atividades da sociedade, a fim de reduzir a discricionariedade do gestor na aplicação dos recursos. De modo a mitigar os custos de

---

<sup>16</sup> Os juros pagos pelas sociedades são considerados despesas dedutíveis, enquanto os dividendos, por serem uma parcela dos lucros, não. No Brasil, como nos Estados Unidos, as despesas com o pagamento de juros são dedutíveis, de acordo com o art. 374 do Regulamento do Imposto de Renda, de 1999.

<sup>17</sup> Em tese, se o sócio administrador detivesse a totalidade das ações, não haveria custos de agência uma vez que estes decorrem da separação entre propriedade e gestão. Entretanto, essa situação restringiria muito os investimentos disponíveis aos detentores de capital. Se uma pessoa só fosse investir seu capital em uma sociedade na qual detivesse a totalidade das cotas ou ações e fosse administrada por ela, a maioria das pessoas não investiria em sociedade alguma, e aqueles que o fizessem investiriam em somente uma, em razão do capital e do tempo necessários à consecução do objeto social. Com a separação entre propriedade e gestão, qualquer pessoa pode investir pequenos valores em dezenas de sociedades sem se envolver com a gestão das mesmas, por meio da compra de ações nas Bolsas de Valores, permitindo, assim, a diversificação de *portfolio* mencionada pelos autores.

incentivo, os credores podem – e geralmente o fazem- estabelecer diretrizes e critérios rígidos para a utilização dos valores mutuados, de modo a evitar que os recursos sejam aplicados em atividades que elevem o risco de inadimplemento. Entretanto, ao fazê-lo, incorrem em outra espécie de custo de agência, qual seja, o custo de monitoramento, que podem ser suportados diretamente pelos credores – e repassados ao mutuário por meio da elevação das taxas de juros cobradas- ou pela própria sociedade financiada, por meio de obrigações contratuais (como por exemplo, a obrigação de apresentação de informações contábeis periódicas auditadas).

Finalmente, o chamado custo de falência representa o adicional cobrado pelos credores no momento do financiamento (ou o desconto que exigem no preço dos títulos) em decorrência do risco de não recebimento dos valores mutuados pela quebra da sociedade, ou do custo adicional envolvendo o recebimento dos valores após uma reorganização<sup>18</sup>. Esse custo pode ser reduzido pela instituição de garantias, porém não pode ser eliminado, tendo em vista que mesmo o recebimento por meio da execução judicial de garantias envolve um custo não desprezível.<sup>19</sup>

Assim, os autores concluem que tanto o financiamento por meio da venda de ações como o por meio da contração de dívida envolvem custos de agência, que os empreendedores decidem assumir em prol da diversificação de seus investimentos, e que a escolha entre uma ou outra forma de financiamento (na grande maioria das sociedades abertas ambas estão presentes) dependerá dos custos específicos de cada empreendimento<sup>20</sup>. Segundo eles, os empreendedores tentarão sempre optar pela forma de financiamento que envolva o menor custo.

---

<sup>18</sup> No Brasil, a reorganização de sociedades decorrente de dificuldades financeiras se dá por meio da Recuperação Judicial, prevista na Lei 11101/2006, cabendo aos credores aceitarem ou rejeitarem o plano de recuperação apresentado pela sociedade devedora.

<sup>19</sup> Para detalhes a respeito dos custos jurídicos relacionados ao exercício das atividades econômicas, ver interessante estudo denominado Law and Finance, dos professores Rafael La Porta, Florêncio Lopes-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, publicado no Journal of Political Economy, editado pela Universidade de Chicago, 1998, vol. 106, nº. 6, p. 1113/1155. No artigo, os autores comparam diversos aspectos legais (legislação e *enforcement*) de países pertencentes aos sistemas da Common-Law e Civil-Law. O estudo é focado na proteção aos acionistas minoritários e credores de companhias abertas.

<sup>20</sup> Diversas circunstâncias podem influenciar nos custos de agência envolvidos com cada tipo de financiamento, como por exemplo, o tipo de negócio explorado pela sociedade. Os autores dão dois exemplos: bares e restaurantes e grandes conglomerados. Segundo eles, como no primeiro existe grande probabilidade de que o gestor desvie riqueza para si, por meio de benefícios não pecuniários, como a

Verificamos, assim, que a figura do sócio externo, que investe valores na sociedade mas não está envolvido com sua gestão, é figura essencial para o regular funcionamento da Economia, sendo uma opção de financiamento para as sociedades muitas vezes a menor custo do que a captação por meio de dívida.

Após abordar o conceito dos custos de agência, Jensen e Meckling concluem seu trabalho propondo a teoria do *nexus-of contracts*, que oferece uma concepção contratualista da sociedade e da forma como determinada atividade econômica é explorada pela mesma. Segundo essa teoria, a sociedade seria uma estrutura destinada a possibilitar a exploração mais eficiente de determinada atividade econômica, o que se daria por meio de relações contratuais<sup>21</sup> entre a sociedade e os diversos *stakeholders*<sup>22</sup>. Confira-se:

*“Compreender a firma<sup>23</sup> como o “nexus”<sup>24</sup> de um conjunto de relacionamentos contratuais entre indivíduos também é útil para esclarecer que a personalização da firma implicitamente contida em perguntas como “Qual deveria ser a função objetiva da firma?” ou “A firma possui uma responsabilidade social?” é altamente enganosa. A firma não é um indivíduo. É uma ficção legal que serve como o “focus”<sup>25</sup> de um*

---

contratação de fornecedores amigos, tratamento diferenciado a certos clientes ou o consumo do estoque, provavelmente os custos de agência envolvidos com a captação de recursos por meio do lançamento de ações seriam enormes (uma vez que os acionistas externos exigiram meios de controle sofisticados e caros), o que justificaria a captação por meio a emissão de dívida. Já uma sociedade integrante de um grande conglomerado, em razão da facilidade no desvio dos recursos para negócios mais arriscados, os custos de agência envolvidos no financiamento por meio de dívida (custo de incentivo) seriam elevados, isso é, os financiadores exigiram altas taxas de juros, o que tornaria interessante que a captação se desse por meio da emissão de ações.

<sup>21</sup> Reiteramos a ressalva feita em relação à utilização “econômica” do termo. Voltaremos a isso no próximo capítulo.

<sup>22</sup> Freeman & Redd, citados às fl. 973 por Bainbridge no artigo *Interpreting Nonshareholders Constituency Statutes*, mencionam que a expressão *Stakeholder* foi utilizada pela primeira vez em um memorando do Stanford Research Institute para se referir a “*those groups without whose support the organization would cease to exist.*”. Assim, podemos considerar acolhidos por essa expressão todos aqueles que, no caso de uma sociedade, direta ou indiretamente, colaboram de alguma forma para o seu funcionamento e, em troca, esperam algum retorno. Ao estudarmos a teoria do *nexus of contracts*, essa definição fará absoluto sentido.

<sup>23</sup> N. do t. – Abordaremos a noção de *firm* e sua correlação no Direito brasileiro no início do próximo capítulo. Até, podemos considerá-la, em muitos sentidos, como sinônima de sociedade.

<sup>24</sup> N. do t. - Analisaremos com detalhes a correta compreensão da palavra *nexus* no próximo capítulo.

<sup>25</sup> N. do t. – Ao abordar o significado de *nexus*, trataremos também da menção ao *focus* feita pelo autor.

*processo complexo no qual os objetivos conflitantes de indivíduos (alguns dos quais podem representar outras organizações) são equilibrados em por meio de uma estrutura formada por relações contratuais. Em relação ao “comportamento”, o comportamento da firma é como o comportamento de um mercado, ou seja, o resultado de um complexo processo de equilíbrio. Nós as vezes caímos na tentação de considerar o mercado de aveia ou de ações como se fossem indivíduos, mas nós frequentemente cometemos esse erro ao pensar nas organizações como se fossem pessoas com motivações e intenções”<sup>26</sup>.*

Entendemos ser relevante tratar de forma mais aprofundada a concepção contratualista da sociedade, a fim de demonstrar seus reais contornos e possibilitar o entendimento de suas reais consequências. Esse estudo nos levará a uma discussão que entendemos ser central no nosso trabalho.

---

<sup>26</sup> Ob. Cit. p. 9/10. Tradução livre do autor. Versão original: “Viewing the firm as the nexus of a set of contracting relationships among individuals also serves to make it clear that the personalization of the firm implied by asking questions such as “what should be the objective function of the firm?” or “does the firm have a social responsibility” is seriously misleading. The firm is not an individual. It is a legal fiction which serves as a focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals (some of whom may “represent” other organizations) are brought into equilibrium within a framework of contractual relations. In this sense the “behavior” if the firm is like the behavior of a market, that is, the outcome of a complex equilibrium process. We seldom fall into the trap of characterizing the wheat or stock market as an individual, but we often make this error by thinking about organizations as if they were persons with motivations and intentions”.

## CAPÍTULO II – A TEORIA CONTRATUALISTA DA SOCIEDADE

Como vimos, Jensen e Meckling propõem uma teoria segundo a qual a sociedade (*the firm*) poderia ser concebida como um *nexus of contracts*. Iremos nos referir a essa teoria como contratualista<sup>27</sup>.

Pela Teoria Contratualista, a firma (*firm*) seria formada por um conjunto de relações contratuais firmadas entre ela e as diversas pessoas que, de alguma maneira, contribuem para seu funcionamento, como os empregados, os fornecedores, os acionistas, o Estado, etc. Como veremos à frente, a expressão “contrato” no contexto da Teoria Contratualista deve ser compreendida de forma mais ampla do que usualmente é utilizada na ciência jurídica.

---

<sup>27</sup> A concepção contratualista da sociedade, inicialmente, foi desenvolvida por economistas, e tenta explicar como se organiza a exploração coletiva de uma determinada atividade econômica. Como será explicado no corpo do texto, a própria noção de contrato na concepção contratualista da sociedade não coincide com a concepção jurídica tradicional. Assim, quando essa teoria sugere que a sociedade seja formada por um nexo de contratos (ou seja o nexo de vários contratos, como entendemos mais adequado) ela propõe, em poucas palavras, que a *firm* seria uma forma eficiente de organizar os diversos fatores de produção necessários à exploração de determinada atividade econômica.

Não há, portanto, relação de paralelismo ou antinomia entre a teoria que iremos abordar e as teorias relacionadas à natureza jurídica do contrato de sociedade. Essas últimas buscam explicar a natureza da relação entre os sócios (e para alguns autores entre esses e a própria sociedade) que levam à criação de uma nova pessoa jurídica. Para a maioria dos autores, sendo talvez Ascarelli o mais proeminente defensor de tal tese, o contrato de sociedade seria uma rara espécie de contrato plurilateral, uma vez que inexistente contraposição, mas identidade, entre os interesses das partes contratantes. Rachel Sztajn, em *Contrato de Sociedade e Formas Societárias* (Ed. Saraiva, 1ª Ed., 1989), às fl. 41 aponta ainda a estrutura aberta do contrato de sociedade, decorrente da facilidade da alteração no número de partes (entrada ou saída de sócios após o aperfeiçoamento do contrato), sem prejuízo à relação existente entre os demais sócios e entre esses e a sociedade. Para mais informações sobre a natureza dos contratos de sociedade, ver a obra citada, fl. 41/46. Ver também Rubens Requião (*Curso de Direito Comercial*, 1º volume, 29ª Ed., Ed. Saraiva), que às fl. 432/434 aponta interessantes consequências da concepção plurilateralista do contrato de sociedade, como a possibilidade de dissolução do vínculo que liga um sócio aos demais e à sociedade sem que isso interfira na incolumidade das demais relações jurídicas existentes entre os demais sócios e entre esses e a sociedade, possibilitando, assim, a dissolução parcial da sociedade.

Nesse sentido, Frederico A. Monte Simionato, in *Tratado de Direito Societário*, Vol. I, Ed. Forense, 2009, p. 10/11: “*Tudo somado, o contrato societário é aberto, porque importa uma permanente oferta de entrada de novas partes, desde que satisfaçam determinadas condições, e uma permanente possibilidade de desistência de quantos dele participem, sem que seja necessária uma reforma do contrato para que novas partes participem dele ou para que se retirem os que já participam, e assumem os débitos anteriormente contraídos por aqueles que figuravam ou figuram no contrato.*”

...  
A finalidade comum representa o elemento unificador das várias decisões e concorre para determinar o alcance dos direitos e dos deveres das partes; e se refere, justamente, àquela atividade ulterior, a qual o contrato plurilateral tem destinação.”

Não iremos nos alongar nessa discussão, por escapar do âmbito deste estudo. O que é importante ressaltar é que a Teoria Contratualista da sociedade que iremos abordar nada tem a ver com as teorias que discutem a natureza jurídica do contrato de sociedade, não devendo haver confusão entre elas.

Entretanto, antes de iniciar essa discussão, é necessário fazer uma ressalva indispensável à compreensão da Teoria Contratualista. Essa teoria surgiu na esteira das investigações acerca da “natureza da firma” (*the nature of the firm*), título de artigo publicado por Ronald Coase em 1937, que será abordado no presente capítulo. Devemos mencionar, *a priori*, que a discussão a respeito da “natureza da firma” iniciou-se entre economistas, tendo a análise dos seus aspectos jurídicos sido iniciada somente algumas décadas depois.

O fato de ter sido uma discussão inicialmente econômica traz algumas dificuldades na introdução da Teoria Contratualista no âmbito do Direito Empresarial. Essas dificuldades são potencializadas pelo fato de que a grande maioria dos numerosos estudos que abordam aspectos jurídicos da Teoria Contratualista foram publicados por autores americanos. As diferenças dos sistemas jurídicos romano-germânico, de um lado, e anglo-saxão, de outro, no que concernem a alguns aspectos fundamentais do Direito Societário, se somam à dificuldade de adaptação de uma teoria originalmente econômica, tornando necessárias algumas ressalvas a fim de que a Teoria Contratualista seja corretamente compreendida no contexto do Direito brasileiro.

O ponto mais importante a ser abordado talvez seja a inexistência, no Direito brasileiro, de um instituto correspondente à firma (*firm*). Os institutos mais próximos seriam a sociedade e a empresa, porém nenhum deles expressa de maneira exata o significado que a firma possui na Teoria Econômica e no Direito americano. Pela definição técnica do Direito brasileiro, a sociedade, nos termos do art. 44 do Código Civil<sup>28</sup>, consiste em uma das espécies de pessoa jurídica, sujeita de Direito com capacidade negocial, processual e patrimonial<sup>29</sup>, que se diferencia das demais por seu

---

<sup>28</sup> Art. 44. São pessoas jurídicas de direito privado:

I - as associações;

II - as sociedades;

III - as fundações.

IV - as organizações religiosas;

V - os partidos políticos.

<sup>29</sup> Capacidade patrimonial, processual e negocial são atributos que decorrem da personalização, e que garantem às pessoas jurídicas a capacidade de deterem patrimônio próprio, celebrarem negócios jurídicos e figurarem no pólo ativo e passivo de demandas judiciais, sempre em nome próprio. Tratam-se de manifestações do brocardo latino *societas distat a singulis*. Ver, sobre a personalização das sociedades e seus efeitos, Fábio Ulhoa Coelho, Curso de Direito Comercial, Volume II, 6ª edição, 2003, editora Saraiva, fl. 13 e seguintes.



caráter associativo e seu fim econômico. Já a empresa, nos termos do art. 966 do Código Civil<sup>30</sup>, trata-se de atividade econômica exercida de acordo com alguns critérios legalmente definidos. Em resumo, a sociedade é sujeito de Direito, que pode – ou não – exercer a empresa, dependendo do cumprimento ou não dos requisitos legais.

Já a noção da *firm* no Direito americano, do que se extrai dos diversos artigos, livros e trabalhos já analisados, pode se referir tanto ao sujeito de Direito exercente da atividade econômica – quando se aproxima então da noção que o Direito brasileiro possui de sociedade- quanto à atividade econômica em si – quando se aproximaria da noção de empresa. Vejamos alguns exemplos. No artigo *The Board of Directors as a Nexus of Contracts*<sup>31</sup>, Stephen Bainbridge utiliza a expressão *firm* como sinônimo de sociedade, se referindo aos seus empregados, sua sede e seus acionistas:

*“O conselho, entretanto, retém o poder de contratar e dispensar os empregados da firma e definir os limites de sua autoridade (fl. 4)”*

*“Os gestores seniores na matriz da forma delegam a responsabilidade para os gestores das unidades operacionais” (fl. 27)*

*“Blair e Stout alegam, por exemplo, que conselheiros “não estão sujeitos ao controle direito ou supervisão por ninguém, incluindo os acionistas da firma” (fl. 32)”<sup>32</sup>*

Jensen e Mecklig, no artigo já citado, expressamente corroboram essa concepção da firma, afirmando que se trata de uma ficção jurídica, o que no Direito brasileiro corresponde à figura da sociedade:

---

30 Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços.  
Parágrafo único. Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa.

<sup>31</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *The Board of Directors as a Nexus of Contracts*, 88 Iowa Law Review 1, 2002-2003.

<sup>32</sup> Tradução livre do autor. Versão original:

*“The board, however, retains the power to hire and fire firm employees and to define the limits of their authority.” (fl. 4)*

*“The senior managers in the firm's central office delegate responsibility to managers of operating units. (fl. 27)”*

*“Blair and Stout argue, for example, that directors “are not subject to direct control or supervision by anyone, including the firm's shareholders.” (fl. 32)”*

*“A sociedade privada ou firma é simplesmente uma ficção legal que serve como um “nexus” para relacionamentos contratuais e que é também caracterizada pela existência de direitos patrimoniais residuais e divisíveis em relação aos ativos e ao fluxo de caixa gerado pela organização, que podem ser cedidos sem a permissão dos outros indivíduos contratantes.”*<sup>33</sup>

Entretanto, em outros momentos, a firma é utilizada para designar não o sujeito de Direito que explora uma atividade econômica, mas a forma como o exercício dessa atividade é organizado, se aproximando, porém, sem com ele coincidir, do instituto da empresa. A própria tentativa de caracterizar a firma como sendo uma organização que se sustentaria no poder hierárquico dos administradores, como fez Coase, ou como uma organização que seria resultado de relações contratuais explícitas ou implícitas, como fizeram Alchian e Demsetz<sup>34</sup>, de um lado, e Jensen e Meckling<sup>35</sup>, de outro, a afasta do conceito de sociedade. Vejamos algumas passagens:

*“É comum vermos a firma caracterizada pelo poder de definir questões, por autoridade ou ações disciplinares superiores às disponíveis no mercado convencional”*<sup>36</sup>

*“Fora da firma os movimentos de preços direcionam a produção, que é coordenada através de uma série de transações de troca no mercado. Dentro da firma, essas transações de mercado são eliminadas e no lugar da complicada estrutura de mercado com transações de troca surge o empreendedor coordenador, que dirige a produção. É claro que esses são métodos alternativos de coordenação da produção.”*<sup>37</sup>

---

<sup>33</sup> Ob. cit., p. 9. Tradução livre do autor. Versão original:

*“The private corporation or firm is simply one form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships and which is also characterized by the existence of divisible residual claims on the assets and cash flows of the organization which can generally be sold without permission of the other contracting individuals.”*

<sup>34</sup> ALCHIAN, Armer et. al. Production, Information Costs and Economic Organization. American Economic Review, v. 62, Junho a Dezembro de 1972, p. 777 a 795.

<sup>35</sup> Ob. cit.

<sup>36</sup> Alchian e Demsetz, ob. cit, p. 1.. Tradução livre do autor. Versão original;

*“It is common to see the firm characterized by the power to settle issues by fiat, by authority or by disciplinary action superior to that available in the conventional market.”*

<sup>37</sup> Coase, Ronald Harry. The Nature of the Firm, *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937), pp. 386-405, p. 388. Tradução livre do autor, versão original:

*“Outside the firm, price movements direct production, which is co-ordinated through a series of exchange transactions on the market. Within a firm, these market transactions are eliminated and in place of the complicated market structures with exchange transactions is substituted the entrepreneur-co-ordinator, who directs production. It is clear that these are alternative methods of co-ordinating production.”*

Nesses trechos, verificamos que a *firm* mencionada pelos economistas e juristas americanos não pode ser compreendida como a sociedade do Direito brasileiro. Apesar de em muitas situações – talvez em grande parte delas- ser possível traçar esse paralelo, a noção de *firm* é mais ampla e envolve não só o sujeito de Direito que exerce a atividade econômica, mas também a forma como essa atividade é organizada, o que remete a alguns conceitos próprios do nosso instituto da empresa. Em suma, o conceito de *firm* não remete somente à sociedade, mas também à forma como a exploração da atividade econômica por ela exercida é organizada, ou seja, à empresa<sup>38</sup>.

Diante disso, concluímos que a discussão acerca da *Theory of the Firm* não pode ser considerada como uma espécie de querela a respeito da natureza jurídica da sociedade. É uma discussão acerca da natureza da sociedade, por um lado, e da forma de organização da mesma e das atividades econômicas por ela exercidas, de outro. Nesse sentido, a Teoria Contratualista prega que a *firm* seria uma forma de organização econômica que teria por objetivo a coordenação de relações contratuais necessárias ao exercício de uma atividade econômica de forma mais eficiente do que a exploração individual da mesma. Utilizando os institutos romano-germânicos, a Teoria Contratualista poderia ser lançada nos seguintes termos: *a sociedade é uma ficção jurídica criada para otimizar o exercício da empresa. Essa ficção é um meio economicamente eficiente de se coordenar os fatores de produção; coordenação essa que se dá sempre por meio de contratos, implícitos ou explícitos.*

Visto que à *firm* não corresponde nenhum instituto no Direito brasileiro, e não temos a pretensão – o que inclusive ultrapassaria os limites e objetivos dessa dissertação- de introduzir um novo instituto no Direito empresarial brasileiro, iremos optar, nesse trabalho, em utilizar a expressão sociedade nas discussões a respeito da

---

<sup>38</sup> Os autores ainda utilizam a *firm* de outras formas também incompatíveis com o instituto da sociedade, quando fazem referência aos “donos” da sociedade, quando é sabido que os sócios possuem direito de propriedade sobre as ações, e nunca sobre a sociedade. Da mesma forma, mencionam o “valor da sociedade” para se referir ao preço de mercado de suas ações ou ao seu patrimônio, que não se confundem com a sociedade, cujas ações podem ser negociadas no mercado, e que é titular de seu patrimônio. Confiram:

“Da mesma forma que alguém pode entender o direito ao recebimento de parcela do patrimônio como uma opção de compra da firma, alguém poderia também entender o direito de recebimento de parcela de patrimônio como o dono da firma com uma opção de venda da firma aos credores”. Tradução livre do autor. Versão original:

“Just as one can view the equity claim as representing a call option to buy the firm, one can also view the equity claim as the owner of the firm with a put option to sell the firm to the creditors.” (Bainbridge, The Board of Directors as a Nexus of Contracts, p. 14)

*Theory of the Firm* (uma vez que na maioria das vezes o instituto da sociedade corresponde de forma adequada à idéia que os autores pretendem transmitir) fazendo as ressalvas necessárias quando essa utilização possa gerar alguma incompreensão ou destoar da noção técnica do instituto.

Como visto até aqui, pela Teoria Contratualista, a sociedade consistiria em uma ficção criada para otimizar a organização dos diversos *inputs* necessários ao exercício da empresa. Os *inputs* são qualquer aporte ou colaboração necessário ou útil à empresa, não se limitando necessariamente aos quatro tradicionais fatores de produção (capital, mão-de-obra, tecnologia e insumos), apesar deles abarcarem, em grande parte, os aportes necessários ao regular exercício da empresa<sup>39</sup>. A obtenção e organização desses *inputs* se dariam por meio de relações contratuais (iremos abordar à frente a aceção de contrato nessa teoria), das quais a sociedade seria sempre parte. Assim, a empresa seria exercida por meio da execução de inúmeras relações contratuais individuais, inseridas na estrutura da sociedade.

Essa teoria surgiu em contraposição à Teoria Administrativista<sup>40</sup> (*managerialist*) de Coase, segundo a qual o exercício de uma atividade econômica qualquer por uma sociedade diferiria do exercício dessa mesma atividade no “mercado” em razão do caráter hierárquico presente na estrutura societária e inexistente nas relações travadas no “mercado”. Segundo Coase, uma pessoa poderia optar por exercer qualquer atividade econômica por meio da criação de uma estrutura hierarquizada (sociedade) ou no “mercado”, isso é, por meio da celebração de contratos (com prestadores de serviços, fornecedores, consumidores, etc), mas sem a criação de uma sociedade. Alchian e Demsetz explicam a diferença entre as duas formas de exploração da empresa:

*A marca característica da sociedade capitalista é que os recursos são detidos e alocados por organizações não governamentais como firmas, households e mercados.*

---

<sup>39</sup> Podemos citar outros *inputs* que, em nossa opinião, não estariam englobados na definição tradicional dos fatores de produção, como por exemplo, a infraestrutura estatal necessária à exploração da atividade econômica.

<sup>40</sup> A expressão *administrativista* se relaciona aos administradores da sociedade, que possuem posição de destaque nessa teoria, e não à Administração Pública.

*Os donos dos recursos aumentam a produtividade através da especialização cooperativa e isso leva à demanda por organização econômica com cooperação facilitada. Quando uma indústria madeireira emprega um marceneiro, a cooperação entre especialistas é alcançada dentro da firma, quando o marceneiro compra a madeira de um lenhador, a cooperação ocorre entre mercados (ou entre firmas). A teoria da organização econômica enfrenta dois problemas – explicar as condições que determinam se o ganho da especialização e produção cooperativa podem ser melhor obtidos em uma organização como a firma ou entre mercados, e explicar a estrutura da organização.”<sup>41</sup>.*

Portanto, a teoria de Coase parte da premissa de que uma atividade econômica poderia ser exercida por meio de uma sociedade ou no “mercado”, isso é, por meio de contratos livremente celebrados com os fornecedores dos *inputs* necessários. Assim, em vez de empregados, prestadores de serviços e fornecedores; em vez de sócios, credores<sup>42</sup>. A principal diferença entre as duas formas de atuação empresarial, para Coase, seria que, em uma sociedade, o mecanismo do preço (*price mechanism*) seria suprimido pela hierarquia, enquanto no “mercado”, esse mecanismo se aplicaria integralmente. Vejamos a explicação de Coase:

*Por exemplo, na teoria econômica, vemos que a alocação dos fatores de produção entre usos diversos é determinada pelo mecanismo do preço. O preço do fator A se torna maior em X do que em Y. Como resultado, A se move de X para Y até que a diferença entre os preços X e Y, exceto quando compensada por outras vantagens diferenciais, desaparece. Entretanto, no mundo real, verificamos que existem muitas áreas onde isso não se aplica. Se um trabalhador é transferido do departamento Y para*

---

<sup>41</sup> Ob. cit. p. 777. Tradução livre do autor. Versão original:

*“The mark of a capitalist society is that resources are owned and allocated by such nongovernmental organizations such as firms, households, and markets. Resources owners increase productivity through cooperative specialization and this leads to the demand for economic organizations which facilitate cooperation. When a lumber mill employs a cabinetmaker, cooperation between specialists is achieved within a firm, and when a cabinetmaker purchases wood from a lumberman, the cooperation takes place across markets (or between firms). Two important problems face a theory of economic organization – to explain the conditions that determine whether the gains from specialization and cooperative production can better be obtained within an organization like the firm, or across markets, and to explain the structure of the organization.”*

*o X, ele não vai por causa da mudança nos preços relativos, mas porque ele é ordenado a fazê-lo.*

*Fora da firma, os movimentos de preço dirigem a produção, que é coordenada por uma série de transações de troca no mercado. Dentro da firma, essas transações de mercado são eliminadas e as complicadas estruturas de mercado com transações de troca são substituída pelo empreendedor-coordenador, que dirige a produção”<sup>43</sup>*

Assim, para Coase, as transações executadas no mercado, fora de uma estrutura societária, seriam guiadas por uma lógica econômica, segundo a qual os agentes tendem a realizar escolhas racionais que irão maximizar o retorno sobre seus ativos. Nesse sentido, um profissional autônomo que tem habilidade de prestar vários serviços optará por aquele que lhe dê um melhor retorno, enquanto um tomador de serviços, com vários prestadores de serviços à sua disposição, contratará aquele que apresentar o menor preço.

Já em uma sociedade, essa lógica econômica seria, ao menos em parte, substituída pelo poder hierárquico do empreendedor (administrador), que não necessariamente obedece a qualquer lógica econômica. Em uma sociedade, o mesmo prestador de serviço autônomo que no mercado prestaria o serviço que lhe desse melhor retorno, inserido em uma estrutura hierárquica poderia se ver prestando um serviço que gere pouco ou nenhum resultado, simplesmente porque foi isso que o seu chefe lhe ordenou.

Em suma, para Coase, em uma sociedade, em razão de sua estrutura sustentada basicamente na hierarquia, a lógica econômica segundo a qual as decisões dos agentes

---

<sup>43</sup> Ob. cit. p. 387/388. Tradução livre do autor. Versão original:

*“For instance, in economic theory, we find that the allocation of factors of production between different uses is determined by the price mechanism. The price of factor A becomes higher in X than in Y. As a result, A moves from Y to X until the difference between the prices X and Y, except in so far as it compensates for other differential advantages, disappears. Yet, in the real world, we find that there are many areas where this does not apply. If a workman moves from department Y to the department X, he does not go because of change in relative prices, but because he is ordered to do so.*

...

*Outside the firm, price movements direct production, which is co-ordinated through a series of exchange transactions on the market. Within a firm, these market transactions are eliminated and in place of the complicated market structures with exchange transactions is substituted the entrepreneur-coordinator, who directs production.”*

são racionalmente tomadas no sentido de maximizar seus ganhos é ao menos parcialmente, excepcionada. Suas ações passam a ser orientadas pelas decisões dos seus superiores.

Coase então apresenta uma questão intrigante: diante da constatação de que as decisões dos agentes inseridos em uma estrutura hierarquizada (sociedade) deixam de ser economicamente justificáveis, por que explorar determinada atividade econômica por meio de uma sociedade?

A resposta proposta é a seguinte:

*“Nossa missão é tentar descobrir porque a firma aparece em uma economia de trocas especializada.*

...

*A principal razão pela qual é lucrativo estabelecer uma firma parece ser que existe um custo em utilizar o mecanismo de preço. O mais óbvio custo de “organizar” a produção por meio do mecanismo de preço é descobrir quais são os preços relevantes. Esse custo pode ser reduzido mas não será eliminado pelo aparecimento de especialistas que vendam essa informação. O custo de negociação e celebração de um contrato individual para cada transação de troca que ocorre no mercado deve ser levado em conta... É claro que contratos não são eliminados quando existe uma firma, mas eles são, em grande medida, reduzidos.*

...

*Nós podemos resumir essa seção da argumentação dizendo que a operação no mercado custa algo e ao formar uma organização que conte com alguma autoridade (o empreendedor) que dirija os recursos, alguns custos de mercado são evitados. O*

*empreendedor deve exercer suas funções a um custo menor, levando em consideração que, caso ele falhe em fazer isso, é sempre possível ir ao mercado.”*<sup>44</sup>

Coase, portanto, advoga que, se por um lado, a hierarquia em uma estrutura societária substituiria um mecanismo que colaboraria para a eficiência econômica – o mecanismo do preço-, a atuação econômica fora dessa estrutura envolveria outros custos, nos quais não se incorreria caso a atividade fosse exercida por meio de uma sociedade. Trata-se do conceito de custos de transação (*transactions costs*), que pode ser definido como o custo de realizar determinada transação econômica, independentemente se feita no “mercado” ou por meio de uma sociedade. A escolha entre a exploração de determinada atividade no mercado ou por meio de uma sociedade se dá em razão dos custos de transação, com a escolha, pelo empreendedor, da forma mais economicamente eficiente, ou seja, que envolva menores custos de transação. A sociedade, logo, seria uma estrutura apta a otimizar e reduzir os custos de transação (que poderiam ser entendidos como o custos de coordenação dos fatores de produção), o que justificaria, assim, sua disseminação, apesar da supressão do mecanismo do preço.<sup>45</sup>

---

<sup>44</sup> Coase, ob. cit. 390/392. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Our task is to attempt to discover why a firm emerges at all in a specialized exchange economy.*

...

*The main reason why it is profitable to establish a firm would seem to be that there is a cost of using the price mechanism. The most obvious cost of “organizing” production through the price mechanism is that of discovering what the relevant prices are. This cost may be reduced but it will not be eliminated by the emergence of specialists who will sell this information. The costs of negotiating and concluding a separate contract for each exchange transaction which takes place in the market must also be taken into account... It is true that contracts are not eliminated when there is a firm, but they are greatly reduced.*

...

*We may sum up this section of the argument by saying that the operation of a market costs something and by forming an organization and allowing some authority (an “entrepreneur”) to direct the resources, certain marketing costs are saved. The entrepreneur has to carry out his function at less cost, taking into account the fact that he may get factors of production at a lower price than the market transaction which he supersedes, because it is always possible to revert to the open market if he fails to do this.”*

<sup>45</sup> Devemos fazer uma ressalva importante. Conforme se extrai do texto de Coase, suas considerações são feitas com base na exploração de determinada atividade por meio de uma estrutura hierarquizada – a firma- ou diretamente no mercado, isso é, fora dessa estrutura. Para Coase, o que caracterizaria a estrutura da firma seria exatamente a hierarquia. Assim, entendemos que às situações em que determinada atividade é explorada por meio de uma sociedade, porém sem essa estrutura hierarquizada, as considerações de Coase devem ser aplicadas com cuidado. Por exemplo, um médico, sócio de uma sociedade com capital social simbólico, detido por ele na proporção de 99,9%, que explora atividade de prestação de serviços médicos onde somente ele presta os serviços. Apesar de formalmente a atividade ser explorada por meio de uma sociedade, entendemos que é uma situação que se aproxima muito mais do que Coase chamou de atuação no mercado do que da atuação por meio de uma firma, tendo em vista que, apesar da sociedade formalmente existir, não se encontra presente a estrutura hierarquizada que caracterizaria a firma.



Hoje em dia – o texto de Coase foi publicado em 1937, apesar de ser surpreendentemente atual- a exploração de certas atividades, principalmente aquelas que demandam altas somas de capital, envolvem riscos consideráveis de insucesso ou demandam a coordenação de grande número de fatores de produção, se mostra inviável fora de uma estrutura societária, por diversos motivos: a sociedade conta com duas formas de captação de recursos – a contração de dívida ou a captação junto a sócios, seja sendo que essa última opção só existe para sociedades, não estando disponível para aqueles que atuam no “mercado”; a sociedade possibilita a limitação da responsabilidade dos empreendedores ao montante do capital investido, vantagem enorme quando se exploram atividades que envolvam risco considerável. Finalmente, atividades que, para serem exploradas, demandem a coordenação de grande número de fatores de produção (vários fornecedores, grande base de clientes, atuação geograficamente diversificada, milhares de empregados etc), com alto número de pessoas envolvidas com essa coordenação, só podem ser realisticamente exploradas por meio de uma estrutura que dê unidade ao trabalho das diversas pessoas, e permita a coordenação hierárquica do trabalho das mesmas.

Assim, diante das vantagens competitivas com que contam as sociedades pelo simples fato de serem registradas, bem como aquelas decorrentes da efetiva criação de uma estrutura hierarquicamente organizada, não consideramos viável a exploração, em grande ou média escala, de atividades como a mineração, o comércio atacadista, a fabricação de eletrodomésticos ou o transporte aéreo de passageiros fora de uma estrutura societária. Apesar de hipoteticamente possível, as dificuldades seriam tão grandes, e as desvantagens competitivas em relação às concorrentes que explorassem a mesma atividade por meio de uma sociedade tão acentuadas que a empresa se mostraria inviável.

É necessário reforçar a ressalva feita a pouco, a respeito da aplicabilidade da teoria de Coase às sociedades meramente “formais”. O autor considerou a exploração de determinada atividade econômica dentro ou fora de uma estrutura hierarquizada, o que não necessariamente corresponde à exploração por meio de uma sociedade. É possível que uma sociedade exista formalmente, porém, a atividade seja explorada sem qualquer estrutura hierárquica, o que a aproximaria muito mais da exploração “no mercado” do

que a exploração por meio da firma de Coase. Entendemos ser pertinente breve discussão a respeito da exploração de atividade econômica por uma sociedade ou individualmente. Lembramos que, diferentemente de Coase, não iremos comparar a exploração por meio de uma estrutura hierárquica ou não, mas sim a exploração por uma sociedade ou não – ainda que essa sociedade exista formalmente, sem qualquer estrutura hierárquica.

A respeito dessa questão, não concordamos com autores que defendem que a exploração individual de uma atividade – o que, no caso de atividade ser qualificada como empresarial, se daria no Direito brasileiro por meio do instituto do empresário individual- seria típica de atividades com importância econômica marginal, como pequenos artesãos, vendedores ambulantes e camelôs<sup>46</sup>.

A exploração de uma atividade econômica qualquer por meio de uma sociedade se justifica somente quando as vantagens obtidas com essa opção superem os custos de manutenção dessa estrutura e os custos de atuação individual, como propôs Coase ao tratar dos custos de transação. Além das atividades de pequena importância econômica, geralmente exploradas informalmente, atualmente uma gama considerável de atividades pode ser perfeitamente explorada sem uma sociedade, independentemente de sua magnitude econômica. Podemos mencionar como exemplos profissionais liberais e prestadores de serviços especializados, como consultores. Por se tratarem de atividades de cunho eminentemente intelectual – excluídas, inclusive, da noção de empresa, apesar de poderem ser exploradas por meio de sociedades simples- essas atividades não demandam grande número de fornecedores ou empregados, e os serviços geralmente possuem alto valor agregado, e são prestados a um número relativamente pequeno de clientes. Finalmente, por dependerem eminentemente da atividade intelectual dos prestadores, não demandam altos investimentos, e os riscos e consequências advindas de um eventual insucesso são baixos quando comparados com outras atividades.

---

<sup>46</sup> Por exemplo, Fábio Ulhoa Coelho, no seu Curso de Direito Comercial, V. 1, 8ª Ed., 2004, Ed. Saraiva, p. 63, defende que “*O certo, no entanto, é que as atividades econômicas de alguma relevância – mesmo as de pequeno porte- são desenvolvidas em sua maioria por pessoas jurídicas, por sociedades empresárias.*”

Assim, essas atividades podem ser perfeitamente exploradas individualmente, podendo, inclusive, se mostrarem mais competitivas se feitas dessa forma. E, de maneira alguma, podemos afirmar que se tratam de atividades economicamente irrelevantes. Experientes consultores em gestão podem faturar valores comparáveis a sociedades de porte médio que explorem atividades lucrativas como o comércio, sem estarem inseridos em uma sociedade.

Entretanto, é forçoso admitir que existe acentuada tendência de societarização – ainda que meramente formal - da exploração das atividades econômicas, mesmo em campos onde a exploração poderia perfeitamente se dar individualmente. Isso se justifica pelas vantagens já mencionadas – principalmente a proteção patrimonial- bem como por outros aspectos, como exigências regulatórias de que determinadas atividades sejam exploradas exclusivamente por sociedades ou dificuldades práticas, como exigências cadastrais de fornecedores e instituições financeiras. Por outro lado, a extensão àqueles que exploram atividades individualmente, de grande parte das obrigações a que se sujeitam a sociedade – principalmente tributárias e regulatórias – diminuem sensivelmente a vantagem de exploração econômica fora de uma sociedade. Esse fenômeno gera a criação de sociedades formais, que existem somente no papel, porém não contam com qualquer estrutura organizada.

Voltando à Teoria Administrativista, vimos que para Coase, a sociedade seria uma estrutura onde o mecanismo do preço seria substituído pela hierarquia, isso é, as escolhas dos agentes não se dariam necessariamente em razão da eficiência econômica, mas sim da obrigação de obediência aos superiores. Assim, a hierarquia seria a característica definidora da sociedade – lembramos, mais uma vez, que a “firma” de Coase, que estamos tratando como a sociedade do Direito brasileiro, conta necessariamente com uma estrutura hierarquizada, não compreendendo as sociedades meramente formais – que existem no papel, porém não contam com efetiva estrutura hierárquica.

A Teoria Contratualista se opõe frontalmente à teoria de Coase. O artigo de Alchian e Demsetz já citado é apontado como a primeira manifestação da Teoria Contratualista. Para eles, a hierarquia não caracterizaria a sociedade, pelos simples fato

de que não existiria poder hierárquico em uma estrutura societária (reiteramos a ressalva de que os autores tratam da *firm* como necessariamente dotada de uma estrutura organizada para a exploração de determinada atividade. A correlação com a sociedade no Direito brasileiro só pode ser feita se excluídas aquelas sociedades meramente formais, que não contam com uma estrutura para explorar economicamente uma atividade. Como dito no início, a *theory of the firm* não é apenas uma discussão a respeito da natureza jurídica da sociedade, mas sim da sociedade e da forma pela qual a exploração da atividade econômica é feita por ela).

Segundo os autores, o poder exercido pelos gestores de sociedades sobre os empregados em nada diferiria do poder que o consumidor possui de induzir a prática de determinadas ações aos empresários de quem adquirem produtos ou serviços. Ambos podem “*fire or sue*”<sup>47</sup>, ou seja, decretar a ruptura da relação – no caso do gestor, com a demissão do empregado; no caso do consumidor, com a negativa de futuras compras – ou processar em razão do descumprimento de obrigações contratuais – o gestor, em razão de danos causados à sociedade por omissão ou dolo do empregado; o consumidor, em razão do fornecimento de produtos danificados<sup>48</sup>. Para eles, portanto, a relação entre patrão e empregado seria contratual, da mesma natureza que a relação entre um consumidor e seu fornecedor de mantimentos. Vejamos:

*“É comum vermos a firma ser caracterizada pelo poder de definir questões, por meio de autoridade ou por ações disciplinares superiores àquelas disponíveis no mercado convencional. Isso é loucura. A firma não é dona de todos os seus inputs. Ela não tem poder de decisão absoluta, nenhuma ação disciplinar que difira em nenhum grau das relações contratuais ordinárias entre duas pessoas.*

*Eu só posso te “punir” por meio da negativa em contratar com você no futuro ou buscando reparação judicial por qualquer falha no cumprimento do contrato. Isso é exatamente o que qualquer empregador pode fazer. Ele pode processar ou demitir, da mesma forma como eu posso demitir o dono da mercearia, parando de comprar dele,*

---

<sup>47</sup> Ob. cit. p. 777

<sup>48</sup> Ver art. 462, §1º da Consolidação das Leis do Trabalho (Decreto-Lei nº. 5.425/43) e art. 6º, VI, 12 e 18, dentre outros, do Código de Defesa do Consumidor (Lei 8.078/1990).

ou processá-lo pela entrega de produtos defeituosos. Qual é então exatamente a extensão do poder presumido de gerir e determinar as tarefas a serem exercidas pelos empregados? Exatamente o mesmo que um pequeno consumidor tem de determinar ao dono da mercearia uma série de tarefas a serem executadas.

*Falar de gestão, direção ou determinação de tarefas a empregados é uma forma distorcida de entender que o empregador continuamente se envolve na renegociação de contratos em termos que devem ser aceitáveis a ambas as partes. Dizer a um empregado que digite uma carta ao invés de arquivar um documento é como eu dizer ao dono da mercearia para me vender esta marca de atum ao invés daquela marca de pão.*

*Qual seria então a diferença entre a relação entre o dono da mercearia e seu empregado e a sua relação com seus clientes? É a utilização conjunta de inputs uma posição central de uma das partes nos arranjos contratuais dos demais inputs. É o agente contratual centralizado no processo de produção conjunta – não um poder superior diretivo-autoritário ou disciplinar.”<sup>49</sup>*

Para Alchian e Demsetz, portanto, não haveria autoridade na estrutura societária, mas somente relações contratuais. O empregador determinaria o que o empregado deveria fazer e em troca lhe pagaria um salário. Caso o salário se mostre insuficiente ou

---

<sup>49</sup> Ob. cit. p. 777-778. Tradução livre do autor. Versão original:

*“It is common to see the firm characterized by the power to settle issues by fiat, by authority, or by disciplinary action superior to that available in the conventional market. This is delusion. The firm does not own all its inputs. It has no power of fiat, no authority, no disciplinary action any different in the slightest degree from ordinary market contracting between any two people. I can “punish” you only by withholding future business or by seeking redress in the courts for any failure to honor our exchange agreement. That is exactly all that any employer can do. He can fire or sue, just like I can fire my grocer by stopping purchases from him or sue him by delivering faulty products. What then is the content of the presumed power to manage and assign workers to various tasks? Exactly the same as one little consumer’s power to manage and assign his grocer to various tasks.*

...

*To speak of managing, directing, or assigning workers to various tasks is a deceptive way of noting that the employer continually is involved in renegotiation of contracts on terms that must be acceptable to both parties. Telling an employee to type this letter rather than file that document is like my telling my grocer to sell me this brand of tuna rather than that brand of bread.*

...

*Wherein then is the relationship between a grocer and his employee different from that between a grocer and his customers? It is in a team use of inputs and a centralized position of some party in the contractual arrangements of all other inputs. It is the centralized contractual agent in a team production process – not some superior authoritarian directive or disciplinary power.”*

não seja pago, o empregado pode rescindir o contrato e processar o empregador. Caso o empregado desobedeça às diretivas ou não as cumpra da forma esperada, o empregador pode fazer o mesmo: rescindir o contrato e processar o empregado.

Os autores em questão defendem que a exploração de determinada atividade por meio de uma estrutura societária seria uma forma de produção coletiva (*team production*), onde vários recursos (*inputs*), pertencentes a diferentes pessoas, são utilizados, e o resultado obtido pela exploração da atividade econômica (*output*) não consiste na simples soma dos *inputs*. Como dito, os *inputs* originalmente pertencem a diversas pessoas e alguém deve obtê-los, organizá-los e coordená-los, de forma que o resultado seja superior ao valor original dos *inputs* mais o custo incorrido na coordenação dos mesmos, exercendo a função de monitoramento sobre a produção.

A sociedade seria, então, uma estrutura que permitiria a coordenação dos diversos recursos necessários ao sucesso de determinada atividade, o que se dá por meio de relações contratuais. Se caracterizaria como uma forma de organização do trabalho de diversas pessoas (*team production*) e sua existência se justificaria economicamente, uma vez que permitiria que uma ou mais pessoas assumissem a função de monitorar a atividade dos demais, aumentando a produtividade dos mesmos, e, logo o ganho decorrente daquela atividade. Os autores mencionam, ainda, como característica da sociedade, que aquele que possui o poder de monitoramento e celebra os contratos necessários à obtenção dos inputs é o detentor dos resultados finais da atividade (*residual claims*), isso é, tem direito a todos os valores gerados pela sociedade após o cumprimento de todas as obrigações contratualmente assumidas e pode transferir a terceiros sua condição, vendendo a sua participação. Essa pessoa, sem sombra de dúvida, é o sócio, que pode exercer as atividades de monitoramento e gerenciamento diretamente ou por meio de terceiros nomeados.<sup>50</sup>

Entretanto, para que a exploração de uma atividade mediante a utilização de uma estrutura societária seja viável, é necessário que o preço final dos produtos e serviços

---

<sup>50</sup> Os autores abordam a questão com um viés econômico mais aprofundado, citando as dificuldades e os custos inerentes à quantificação da produtividade individual (*metering problem*) dentro de um sistema de produção coletivo (*team production*), citando ainda a necessidade de monitoramento do trabalho individual como forma de reduzir o fenômeno do *shirking*, que pode ser entendido como a tendência humana de que, uma vez inserido em uma estrutura de produção coletiva, um agente deixe de cumprir com a sua parte do trabalho, diante da tendência de que essa baixa produtividade será “diluída” no resultado final, e não irá gerar consequências negativas a ele. Para mais informações, ver a íntegra do artigo.

supere os custos dos *inputs* (empregados, insumos, aluguel, etc.) mais o custo da estrutura necessária à organização desses *inputs* (contratação de gerentes, fiscais, administradores, etc). Por exemplo, vários advogados podem exercer lucrativamente suas atividades de maneira individual. Entretanto, para que a união dos mesmos em uma sociedade se justifique economicamente, é necessário que o valor dos serviços que serão oferecidos supere o custo dos salários dos empregados, dos advogados contratados, dos fornecedores, bem como os custos com a organização da estrutura, como a contratação de administrador – ou a perda de produtividade dos sócios que passam a exercer essa atividade em detrimento de suas atividades profissionais “originais”- das despesas com registro, etc.

Devemos frisar que, por partirem da noção de *team production*, e também por estarem contrariando a concepção hierárquica de Coase, Alchian e Demsetz focam sua concepção contratual de sociedade na relação entre indivíduos cujo trabalho é necessário à consecução da empresa, ou seja, na relação entre a sociedade e seus empregados. Apesar de não excluírem expressamente a aplicação da concepção contratualista às outras relações em que se envolve a sociedade, a idéia central dos autores é que não existiria uma relação hierárquica entre o empregador e o empregado, mas sim contratual, da qual qualquer uma das partes poderia sair quando quisesse, e onde o empregador teria a função de coordenação do trabalho de diversas pessoas, com quem a sociedade teria relações contratuais como quaisquer outras - que não envolveriam, logo, qualquer poder hierárquico. O empregado cumpriria, se quisesse, quando quisesse e na extensão que quisesse as determinações do empregador, que teria à sua disposição os instrumentos que qualquer contratante possui: a rescisão e o ajuizamento de demanda judicial para reparação de danos.

A Teoria Contratualista foi acolhida por Jensen e Meckling, que no artigo já citado a aplicam de forma mais ampla do que fizeram Alchian e Demsetz, porém, sem diferir de maneira relevante em relação ao cerne da formulação. Enquanto Alchian e Demsetz focam sua análise na relação empregado-empregador, Jensen e Meckling a formulam de maneira ampla, dizendo que todas as relações entre a sociedade e os detentores dos *inputs* seriam contratuais. Para eles, a noção de *team production*, que se aplicaria originalmente à organização do trabalho de pessoas, não seria suficiente para explicar a natureza da sociedade e da forma como a exploração da atividade econômica seria feita por ela. Defendem, assim, que a exploração da atividade econômica por uma

sociedade é feita exclusivamente por meio de contratos, e que ela seria mera ficção jurídica criada com o intuito de facilitar a gestão dessas relações contratuais. Vejamos:

*“Alchian and Demsetz (1972) se opõe à noção de que atividades exercidas dentro da firma são pautadas pela autoridade, e corretamente enfatizam o papel dos contratos como um veículo para as trocas voluntárias. Eles enfatizam o papel do monitoramento em situações nas quais existem inputs de origens diversas ou produção conjunta. Somos simpáticos à importância dada por eles ao monitoramento, mas acreditamos que a ênfase dada por Alchian e Demsetz à produção conjunta é muito estreita, e, logo, enganadora. Relações contratuais são a essência da firma, não apenas com empregados, mas também com fornecedores, clientes, credores e demais. O problema dos custos de agência e monitoramento existe em todos esses contratos, independentemente de existir a chamada produção conjunta da forma definida por eles, ou seja, a produção conjunta pode explicar somente uma pequena parte do comportamento dos indivíduos associados à firma. É importante reconhecer que a maioria das organizações são simples ficções legais que servem como um “nexus” para um conjunto de relações contratuais entre indivíduos.”<sup>51</sup>*

Chegamos, assim, à concepção “original” da Teoria Contratualista. A sociedade seria um “*nexus for a set of contracts*”, ou como a teoria veio a ser difundida, a “*nexus of contracts*”. A primeira questão que entendemos relevante para a adequada compreensão da teoria diz respeito à exata compreensão do significado da expressão *nexus*. A expressão inglesa possui como significados os seguintes vocábulos, fornecidos pelo Dicionário Merriam-Webster: *bond*, *link*, *center* e *focus*. Dois desses nos interessam. O primeiro é *bond*, que segundo o dicionário seria “*a band or cord used to tie something; a uniting or binding element or force*” (tradução livre: *uma corda ou fio utilizada para amarrar algo; um elemento ou força que une ou agrega*). É o mesmo significado de *link*. Ou seja, *nexus* seria algo que une várias outras coisas, como um laço ou uma corda. Nesse sentido, a sociedade concebida como um

---

<sup>51</sup> Ob. cit. p. 8. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Alchian and Demsetz (1972) object to the notion that activities within the firm are governed by authority, and correctly emphasize the role of contracts as a vehicle for voluntary exchange. They emphasize the role of monitoring in situations in which there is joint input or team production. We are sympathetic to with the importance they attach to monitoring, but we believe the emphasis that Alchian and Demsetz place on joint input production is too narrow and therefore misleading. Contractual relations are the essence of the firm, not only with employees but with suppliers, customers, creditors, and so on. The problem of agency costs and monitoring exists for all of these contracts, independent of whether there is joint production in their sense; i.e., joint production can explain only a small fraction of the behavior of individuals associated with a firm. It is important to recognize that most organizations are simply legal fictions<sup>12</sup> which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals.”*



*nexus of contracts* poderia ser entendida como um conjunto de contratos, um feixe, uma união de vários contratos. Essa concepção é utilizada por alguns estudiosos, que consideram que, sob a Teoria Contratualista, a sociedade seria concebida como uma união, um conjunto de contratos.

O segundo significado de *nexus* que nos interessa é *focus*, que significa “*a point at which rays (as of light, heat, or sound) converge or from which they diverge or appear to diverge*”<sup>52</sup> (tradução livre: *um ponto em que raios (de luz, calor ou som) convergem ou do qual eles divergem ou parecem divergir*). É, *mutatis mutandis*, o mesmo significado de *center*, ou seja, um ponto de encontro ou convergência, um denominador comum encontrado em diversos elementos. De acordo com essa concepção, a sociedade vista como um *nexus of contracts* seria o elemento comum aos diversos contratos necessários à exploração de determinada atividade econômica. Em outras palavras, a sociedade é concebida como uma organização destinada a coordenar as relações contratuais com os fornecedores dos *inputs* essenciais à consecução de determinada atividade, sendo elemento comum a todos eles. A seguinte figura exemplifica as duas concepções:



Na primeira, a sociedade é vista como um conjunto de contratos, um ente agregador das relações com os fornecedores dos *inputs*. Na segunda, um elemento comum a esses diversos contratos, o foco onde todos eles convergem.

Entendemos que a segunda concepção é a mais adequada. Primeiramente, porque nos parece o sentido originalmente concebido por Jensen e Meckling, apontados como os formuladores da teoria original, quando dizem que a sociedade “*serve as a*

---

<sup>52</sup> Dicionário eletrônico Merriam-Webster. <http://www.merriam-webster.com/dictionary/>, acessado em 27 de abril de 2010.

*nexus for a set of contracting relationships among individuals*". Literalmente, o que os autores dizem é que a “*sociedade serve como um nexus para um conjunto de relações contratuais entre indivíduos*”. Ora, de acordo com os autores, a sociedade é um nexus para os contratos, e não um nexus de contratos. Não resta dúvida, em nossa opinião, de que os autores defendem que a sociedade seria um elemento coordenador de diversos contratos, o ponto central onde todos eles se encontrariam. Um elemento de coordenação para os contratos e não um conjunto de contratos.

Por outro lado, nos parece uma concepção mais adequada à forma como a teoria foi formulada. Tanto Alchian e Demsetz, quanto Jensen e Meckling defendem que a atividade econômica seria explorada pela sociedade por meio de contratos celebrados com os diversos fornecedores de *inputs*, que seriam centralizados, organizados e gerenciados pela sociedade. Vejamos o trecho já citado do texto de Alchian e Demsetz: “*It is in a team use of inputs and a centralized position of some party in the contractual arrangements of all other inputs*”. Os autores claramente concebem a sociedade como um ponto central para onde os contratos convergiriam. Ou seja, nos parece ser mais adequada a visão de *nexus* como um foco, ou seja, a sociedade seria uma organização que centralizaria os diversos contratos necessários à obtenção dos fatores de produção indispensáveis ao exercício da atividade e não um ente simplesmente agregador de diversos contratos, que seria por eles definido.

O último argumento a favor dessa concepção diz respeito à constatação de que a visão da sociedade como um conjunto de contratos não ressalta o fato de que a sociedade é parte em todos eles. A visão da sociedade como um conjunto de contratos se sustenta em um aspecto importante (que é a função agregadora exercida pela sociedade), mas não dá a devida importância a outro, qual seja, o fato de que a sociedade é um ponto comum entre todos os contratos, uma vez que é parte deles. Já a concepção de *nexus* como um foco, um ponto central onde convergiriam diversos contratos deixa claro esse aspecto importante da teoria, de que a sociedade é o denominador comum de todos eles, dos quais, via de regra, é parte.<sup>53</sup> É exatamente o

---

<sup>53</sup>Em relação ao contrato de sociedade, somos da opinião que, dentre outros motivos, por ser o contrato anterior à própria existência da sociedade - cuja personalização depende do registro do instrumento contratual perante o órgão competente, - somente os sócios - e não a sociedade-, são partes do contrato de sociedade. Sobre esse ponto, leciona Raquel Sztajn, na ob. cit. p. 34, onde entendemos estar clara a posição no sentido de que são somente os sócios as partes do contrato de sociedade:

“*Verifica-se existir, em todos os contratos associativos, manifestação de vontade de duas ou mais pessoas que desejam unir esforços para alcançar um fim comum. O fato de, após a constituição da*

fato de ser parte de todos eles que torna a sociedade um ente centralizador desses contratos, uma vez que todos “passam” por ela. Essa concepção é aventada por Melvin A. Eisenberg que, apesar de formular ácidas críticas à teoria – algumas delas são analisadas à frente-, aborda a possibilidade de a sociedade, sob a Teoria Contratualista, ser concebida da forma aqui defendida:

*“Considere, para esse propósito, que a sociedade é composta de arrangements recíprocos. A questão então surge, exatamente quais arrangements recíprocos constituem uma determinada sociedade? A resposta da concepção contratualista é, aqueles “arrangements”<sup>54</sup> recíprocos que possuem um “nexus”. Mas o que isso significa? O termo “nexus” normalmente significa um núcleo, ou um laço, uma forma de conexão. Então, um possível significado da concepção contratualista é que a sociedade é o núcleo ou o ponto em que arrangements recíprocos relevantes se encontram, o ponto que esses arrangements tem em comum.”<sup>55</sup>*

Assim, estabelecemos o primeiro ponto necessário à compreensão da Teoria Contratualista: A sociedade é vista não como um conjunto de contratos, mas como uma estrutura jurídica destinada a coordenar os diversos contratos necessários à obtenção dos *inputs* necessários à consecução de determinada atividade, sendo parte de todos eles.

O segundo ponto necessário à correta apreensão da teoria diz respeito à concepção do que seria contrato de acordo com a Teoria Contratualista.

---

*sociedade, desaparecer essa manifestação contratual, consensual, que preside sua formação, não desnatura o ato constitutivo anterior que permanece contrato.”*

Obviamente, a aceitação de que a sociedade não seria parte do contrato de sociedade não afasta a constatação óbvia de que existe uma “relação contratual” (no sentido mais amplo adotado pelos teóricos da Teoria Contratualista e não no sentido estritamente jurídico, questão que será abordada à frente) entre a sociedade e seus sócios, havendo obrigações e direitos recíprocos. Não nos aprofundaremos, como já dito anteriormente, na discussão sobre a fonte desses direitos – se o contrato de sociedade ou não- por escapar do âmbito desse estudo.

<sup>54</sup> Nas próximas páginas, abordaremos o significado da expressão “arrangements”. Até lá, utilizaremos a expressão original entre aspas.

<sup>55</sup> EISENBERG, Melvin A. The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm. The Journal of Corporate Law, 24, 1998-1999, p. 830. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Assume for this purpose that the corporation is comprised in some way of reciprocal arrangements. The question then arises, exactly what reciprocal arrangements constitute any given corporation? The answer of the nexus-of-contracts conception is, those reciprocal arrangements that have a nexus. But what does that mean? The term nexus normally means a core, or a tie, link, or means of connection. So one possible meaning of the nexus-of-contracts conception is that a corporation is the core or node at which relevant reciprocal arrangements intersect or overlap.”*

Os mestres civilistas definem o contrato da seguinte maneira:

*“O contrato constitui uma espécie de negócio jurídico, de natureza bilateral ou plurilateral, dependendo, para a sua formação, do encontro da vontade das partes, por ser ato regulamentador de interesses privados.*

...

*Ante o exposto, poder-se-á dizer que o contrato é o acordo de duas ou mais vontades, na conformidade da ordem jurídica, destinado a estabelecer uma regulamentação de interesses entre as partes, com o escopo de adquirir, modificar ou extinguir relações jurídicas de natureza patrimonial”.*<sup>56</sup>

*“De nossa parte, podemos conceituá-lo como o acordo de vontades que tem por fim criar, modificar ou extinguir um direito. Por essa definição, percebem-se, para logo, a natureza e a essência do contrato, que é um negócio jurídico e que por isso reclama, para sua validade, em consonância com o art. 104 do Código Civil de 2002, agente capaz, objeto lícito, possível, determinado ou determinável e forma prescrita ou não defesa em lei.”*<sup>57</sup>

*“A escala na genealogia do conceito de contrato sobe ao negócio jurídico, denominado entre nós ato jurídico e daí para o fato jurídico.*

*Nessa perspectiva, o contrato é uma espécie de negócio jurídico que se distingue, na formação, por exigir a presença de pelo menos duas partes. Contrato é, portanto, negócio jurídico bilateral ou plurilateral.*

*Da conexão entre os dois conceitos, o de contrato e o de negócio jurídico, segue-se que o daquele contém todas as características do outro, por ser um conceito derivado.”*<sup>58</sup>

Entretanto, para a correta compreensão da Teoria Contratualista, é necessário conceber os contratos de forma ligeiramente mais ampla. Por ter origem na Ciência

---

<sup>56</sup> DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil Brasileiro, v. 3, Ed. Saraiva, São Paulo, 25ª Ed., p. 11/12

<sup>57</sup> MONTEIRO, Washington de Barros et al. Curso de Direito Civil, v. 5, Ed. Saraiva, São Paulo, 37ª Ed. P. 19

<sup>58</sup> GOMES, Orlando. Contratos, 25ª ed., Ed. Forense, Rio de Janeiro, 2002, p. 4

Econômica, a Teoria Contratualista trata como contrato quaisquer relacionamentos entre dois agentes econômicos, independentemente dos elementos tradicionalmente apontados pela doutrina jurídica civilista, como o necessário acordo de vontades, ou os requisitos formais aplicáveis ao objeto, partes e forma.<sup>59</sup>

Vejamos o que alguns autores que tratam do tema defendem. Inicialmente, Melvin A. Eisenberg:

*“Antes de continuarmos, é necessário esclarecer o significado da concepção contratualista da sociedade. A concepção não significa o que ela diz literalmente. Na linguagem comum, o termo contrato significa um acordo. Juridicamente, o termo significa uma promessa cujo cumprimento pode ser legalmente exigido. Entretanto, é claro que a concepção contratualista não significa nem que a sociedade é um “nexus” de acordos ou de promessas cujo cumprimento pode ser legalmente exigido. Pelo contrário, significa que a sociedade é um “nexus” de “arrangements” recíprocos. Mas então porque o termo contrato e não o termo “arrangements” recíprocos é utilizado nessa teoria?*

*Uma explicação possível é que o termo “nexus de contratos” foi cunhado por economistas, e “Economistas tendem a ver os contratos como relacionamentos caracterizados por expectativas e comportamentos recíprocos”<sup>60</sup>*

---

<sup>59</sup> Sobre a necessidade de novos olhos e concepções sobre institutos jurídicos tradicionais, mormente os contratos, ensina de forma magistral Orlano Gomes, nas palavras inaugurais da obra já citada:

*“A renovação dos estudos jurídicos e a convicção crescente da necessidade de completá-los com os subsídios de outras ciências humanas, notadamente a Sociologia, a Política e a Economia, induzem tratamento novo dos institutos jurídicos tradicionais que distinguem o Direito Privado, dentre os quais o contrato. Tanto significaria o abandono da posição manualística assumida nos compêndios e cursos adotados nas escolas de ensino jurídico, até mesmo os de elaboração mais recente. Justifica-se até certo ponto essa orientação dos autores de tais textos por ser verdadeira a observação de que ainda nos encontramos na época da ciência jurídica que se inicia com Savigny. O modelo teórico sobre o qual trabalham, sugerido pela disciplina legal codificada, continua a ser, a despeito das alterações que o deformam, aquele traçado pelos expoentes da escola de Pandectas. Não é possível afastá-lo inteiramente em uma obra didática, mas cumpre descrevê-lo à luz dos fatos que têm concorrido para a deformação, fazendo, quando menos, ortopedia do instituto que se analisa, se a natureza da obra desaconselha tratamento puramente crítico.”*

<sup>60</sup> Ob. cit. p. 822/823. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Before proceeding further, it is necessary to clarify the meaning of the nexus-of-contracts conception. The conception neither can nor does mean what it really says. In ordinary language, the term contract means an agreement. In law, the term means a legally enforceable promise. Pretty clear, however, the nexus-of-contracts conception does not mean either that the corporation is a nexus of agreements or that is a nexus of legally enforceable promises. Instead, the conception means that the corporation is a nexus of reciprocal arrangements. But then why is the term contracts, rather than the term reciprocal arrangements, used in the nexus-of-contracts conception?”*

Segundo Eisenberg, a concepção econômica de contrato é mais ampla do que a jurídica e consiste em uma relação caracterizada por expectativas e comportamentos recíprocos. Evidente, assim, que, além de incluir os contratos “tradicionais”– como caracterizados pela doutrina jurídica-, a concepção econômica de contrato abarca uma gama enorme de outras situações onde as partes possuem obrigações recíprocas.

Nos mesmos termos, se manifesta William Bratton:

*“Advogados e economistas empregam noções de contrato diferentes, porém relacionadas. O advogado entende contrato como uma troca comercial. A doutrina contratual clássica e a imagem mental que o advogado possui da documentação de uma transação permeiam essa concepção. O economista pensa mais amplamente em termos de trocas voluntárias e outras relações entre agentes livres. Para o economista, qualquer transação em particular será uma construção teórica, concebida fora da história pela manipulação de atores econômicos hipotéticos. A doutrina jurídica se utiliza de ambas as concepções de contrato, além de outras. Através da ampliativa teoria relacional de Macneil, a noção acadêmica de contrato se estende desde os limites estreitos da doutrina contratual clássica até acomodar virtualmente todas as relações entre atores em uma sociedade moderna, altamente burocratizada e sujeita a exaustiva intervenção.*

*A teoria contratual introduziu um conceito diferente e muito particular de contrato. Antes, a literatura societária não oferecia qualquer base para avaliação informada e crítica desse conceito econômico de contrato, com o qual não havia familiaridade. Nenhum comentário identificando as características próprias desse conceito foi feito. Exercícios interdisciplinares, feitos dessa forma inadequada, envolvem o risco de falha de comunicação e, pior, são uma oportunidade de para uma “confusão estratégica” sobre o significado do conceito. Como era esperado, o resultado foi a confusão.”<sup>61</sup>*

---

*One possible explanation is that the term nexus-of-contracts was coined by economists, and “Economists tend to view contracts as relationships characterized by reciprocal expectations and behaviors.”*

<sup>61</sup> BRATTON, William W. The “Nexus of Contracts” Corporation: A Critical Appraisal. Cornell Law Review, 407, 1988-1989, p. 446. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Lawyers and economists employ different, although related, notions of contract. The lawyer understands contract as a business or commercial exchange: Classical contract doctrine and the lawyer’s mental images of the documentation of particular transactions circumscribe this conception. The economist thinks more broadly in terms of voluntary exchanges and other relations among free agents. For the economist, any particular transaction will be a theoretical construct, devised outside history through the manipulation of hypothetical economic actors. Legal scholars draw on both conceptions of*

Concluímos, assim, que a figura do contrato na concepção contratualista da sociedade, segundo a qual a sociedade seria uma estrutura útil ao gerenciamento dos diversos contratos necessários à coordenação dos fatores de produção não pode ser entendido segundo a doutrina jurídica tradicional. A formulação da teoria depende da compreensão de contrato como toda relação entre a sociedade e um *stakeholder*, ou seja, uma pessoa sem a qual a consecução dos objetivos da sociedade seria impossível.

Deve-se, nesse momento, abordar ponto importante para a exata compreensão da Teoria Contratualista. Como vimos, de acordo com seus formuladores, a sociedade coordenaria relações contratuais entre indivíduos. Jensen e Meckling citam fornecedores, clientes e credores. Alchian e Demsetz citam, basicamente, os empregados. Entretanto, em nossa opinião, diante do reconhecimento da importância da relação entre a sociedade e outros *stakeholders* (lembrando que essa expressão engloba todos aqueles que, de alguma forma, possuem um legítimo interesse no desenvolvimento das atividades da sociedade) consideramos ser necessário incluir, de maneira geral, dentre os fornecedores de *inputs*, esses últimos.

Os *inputs*, conforme abordagem anterior, são definidos como os aportes realizados por diversas fontes, necessários para que a sociedade alcance seus objetivos. Apesar de ser possível traçar um paralelo entre a noção de *input* e os fatores de produção, entendemos que devam ser incluídos nesse conceito não só os fatores de produção tradicionalmente mencionados (capital, mão de obra, tecnologia e insumos) mas também tudo mais necessário ou útil para que a sociedade consiga alcançar seus objetivos. Assim, da mesma forma que a força de trabalho (fornecida pelos empregados), os recursos necessários (fornecidos pelos acionistas, instituições financeiras ou ambos), a matéria-prima (suprida pelos fornecedores), podemos considerar abrangidos pelo conceito de *inputs* eventuais isenções fiscais e obras

---

*contract and on others besides. Through Macneil's capacious relational theory academic contract now extends from the narrow confines of classical contract doctrine to accommodate virtually all relationships among the actors in a modern, heavily bureaucratized, and exhaustively governed society.*

...

*The nexus of contracts assertion introduced a different, very particular concept of contract. Prior corporate literature offered no basis for informed and critical evaluation of this unfamiliar economic concept of contract. Yet no commentary identifying this concept's distinguishing characteristics accompanied its introduction. Interdisciplinary exercises, mismanaged in this way, carry a danger of communicative failure and, worse, an opportunity for strategic obfuscation of meaning. Not surprisingly, confusion resulted”.*

públicas de infraestrutura (concedidas pelo governo) ou o apoio da comunidade onde a sociedade explora suas atividades. Em outros termos, podemos conceber uma categoria de ativos intangíveis representados pelo relacionamento entre a sociedade e *stakeholders* que tradicionalmente não são tratados como fatores de produção. Não obstante, e apesar de não contribuírem física e diretamente para a consecução dos objetivos sociais, esses *stakeholders* detêm interesse relevante nas atividades da sociedade e são indispensáveis para o seu sucesso.

Assim, propomos que a sociedade seja concebida como uma estrutura destinada a coordenar as relações com os *stakeholders*, tanto os responsáveis pelos tradicionais fatores de produção – fornecedores, credores, empregados- quanto aqueles que, apesar de não integrarem essa categoria, colaboram de forma indispensável à consecução dos objetivos sociais, como os consumidores, o Estado e as comunidades onde a sociedade atua. Essa concepção mais ampla dos *inputs* objeto dos contratos celebrados pela sociedade é adotada por alguns autores. Vejamos lição de John R. Boatright, da Universidade de Chicago:

*“Sob a Teoria Contratualista, todos agentes que detém interesses perante a sociedade, incluindo empregados, consumidores, fornecedores e investidores fornecem algum ativo em troca de um ganho. Os contratos resultam da negociação entre esses agentes sobre os termos de sua compensação e sobre os arranjos institucionais que protegerão essa compensação de uma expropriação extracontratual (em especial, inadimplência. N. do t.). O termo “contrato” é utilizado amplamente para incluir não somente acordos explícitos e implícitos, mas também determinações legais e decisões judiciais (Easterbrook and Fischel, 1991). A firma é a parte signatária comum desses contratos e a entidade que os une em um “nexus”. (Hansmann, 1996).*

*Expandido o conceito de contrato para incluir todos os envolvidos no funcionamento da sociedade, é razoável considerar a legislação trabalhista, consumerista e civil, bem como decisões judiciais e administrativas como parte dos contratos que esses envolvidos tem com a sociedade. Em adição a essa rede de relacionamentos legais, esses agentes envolvidos com a sociedade são ligados a ela por inúmeros contratos implícitos cujo cumprimento não pode ser legalmente exigido, mas*



*que são moralmente cogentes. Esses, também, são parte do “nexus” de contratos. Uma teoria contratual da firma totalmente desenvolvida, logo, forneceria uma análise completa das relações de todos os contratantes com a sociedade e não somente das relações desta com os acionistas.”*<sup>62</sup>

Temos ciência de que esse alargamento da Teoria Contratualista pode não se adequar à concepção econômica original da teoria que, por ser econômica, se focava na relação entre os agentes de mercado. Entretanto, considerando que estamos promovendo uma abordagem jurídica da teoria, entendemos ser perfeitamente possível incluir, dentre os fornecedores dos *inputs*, todos os *stakeholders*, sob pena de a teoria ficar limitada às relações privadas em que se envolve a sociedade, desconsiderando uma ampla gama de outras relações travadas entre a sociedade e outras pessoas indispensáveis ao sucesso das atividades por ela empreendidas.

Assim, toma corpo a ressalva que fizemos anteriormente a respeito da concepção de contrato para a Teoria Contratualista. É bem verdade que a grande maioria das relações em que a sociedade se envolve pode ser caracterizada como contratos (sejam eles verbais ou escritos; sujeitos à legislação Civil, ao Código de Defesa do Consumidor, à legislação Trabalhista ou à lei de outros países; de pequena monta ou envolvendo valores milionários), porém, não podemos excluir da gama de relações nas quais a sociedade se envolve aquelas que, de acordo com a doutrina jurídica, não poderiam ser caracterizadas como contratos perfeitos e acabados, como a relação com o fisco ou com a comunidade onde atua. Assim, mais adequado seria substituir contratos

---

<sup>62</sup> BOATRIGT, John R. Contractors as stakeholders: Reconciling stakeholder theory with the nexus-of-contracts firm. *Journal of Banking & Finance* 26 (2002) 1837–1852, p. 1838-1841. Tradução livre do autor. Versão original:

*“On the nexus-of-contracts view, each corporate constituency, including employees, customers, suppliers, and investors, provides some asset in return for some gain. Contracts result from bargaining by these constituencies over the terms of their compensation as well as the institutional arrangements that protect this compensation from postcontractual expropriation. The term ‘contract’ is used broadly to include not only explicit and implicit agreements, but also legislative statutes and judicial interpretations (Easterbrook and Fischel, 1991). The firm is the common signatory of these contracts and the entity that connects them to form a nexus (Hansmann, 1996).*

...

*Once we expand the concept of contracting to include all constituencies, it is reasonable to regard employment law, consumer law, tort law, as well as judicial rulings and administrative regulations, as part of the contracts that various constituencies have with the firm. In addition to this web of legal relationships, corporate constituencies are bound to the firm by innumerable implicit contracts that constitute agreements that are legally unenforceable but morally binding. These, too, are a part of the nexus-of-contracts. A fully developed contractual theory of the firm, then, would provide a complete analysis of the relations of all contractors with a firm and not merely those of shareholders.”*

por outra expressão. Muitos autores utilizam “arranjos” (*agreements*) para designar as relações em que a sociedade é parte sob a concepção da teoria do *nexus of contracts*, exatamente em razão do significado técnico-jurídico da expressão “contratos”. Entretanto, optamos por chamá-las de contratos, não obstante tecnicamente nem sempre o sejam, por ser expressão já consagrada, ficando, entretanto, ressalvado que, no que concerne à teoria em questão, a expressão contrato algumas vezes será utilizada para caracterizar relações que, de acordo com a doutrina civilista, não o são.

Feita essa ressalva, analisaremos algumas críticas feitas à Teoria Contratualista. Eisenberg, no texto já citado, critica a visão contratualista da sociedade, alegando, em suma, que esta seria limitada, e não possibilitaria a exata compreensão do fenômeno societário. Para o autor, a sociedade teria uma natureza dual: ao mesmo tempo em que pode ser vista como um emaranhado de contratos, ela possui uma natureza hierárquica e burocrática que tornaria limitada a concepção meramente contratualista. Em outras palavras, o autor defende que, diante da verificação de que as relações e o funcionamento da sociedade – principalmente no que tange à relação empregador-empregado- diferem muito das relações contratuais usuais (*real contracts*), principalmente em razão do exercício da autoridade dentro da sociedade, que inegavelmente é uma organização hierárquica – elemento já apontado por Coase-, a visão meramente contratualista da sociedade seria insuficiente, uma vez que muitas das relações envolvidas com o funcionamento da sociedade não seriam contratuais.

A crítica, em nossa opinião, procede em parte. Efetivamente, negar a existência da hierarquia em uma estrutura societária significa fechar os olhos para a realidade. Um empregado obedece a seu patrão simplesmente porque, caso não o faça, será demitido. Entretanto, achamos que a constatação de que o poder hierárquico efetivamente existe em uma sociedade não afeta a validade da Teoria Contratual. Ora, em nossa opinião, a hierarquia existente na relação entre patrão e empregado é um elemento contratual negociado. O empregado recebe um valor por mês para que ceda sua força de trabalho ao seu empregador, concordando em seguir suas orientações e obedecê-lo, desde que esse exerça seu poder hierárquico dentro dos limites da lei e do contrato existente entre eles.

Não concordamos, assim, com a visão de Alchian e Demsetz de que não existiria hierarquia em uma sociedade – ela efetivamente existe. Mas também não concordamos com a proposição de Eisenberg, de que a sociedade teria uma natureza dual – seria, ao mesmo tempo, contratual e hierárquica. Não enxergamos a dualidade. A hierarquia, em nossa opinião, é um elemento inserido em uma relação contratual como qualquer outro. Mais comum em contratos de emprego, mas plenamente possível de ser inserida em um contrato de outra natureza. Por exemplo, imaginemos uma pequena sociedade que presta serviços a uma multinacional, sua única cliente. O cliente, nesse caso, possui um poder que, se não é hierárquico formalmente, certamente na prática o é. Em razão de seu poder hierárquico de fato, que decorre de sua posição economicamente superior, o cliente pode direcionar a prestação de serviços da mesma maneira que um gerente ordena um funcionário a praticar um ato qualquer. Pode exigir que o prestador de serviço abra ou feche uma filial ou impor a ele uma redução de preços. O prestador de serviços, nesse caso, possui como única opção rescindir o contrato, nos termos deste e da legislação aplicável, caso discorde das “ordens” emitidas pelo cliente.

Em relação à afirmação de que as relações hierárquicas encontradas dentro da sociedade não corresponderiam a um *real contract* retomamos a ressalva já feita em relação à concepção de contrato para a Teoria Contratualista. Como visto – e ressaltado pelo próprio Eisenberg em seu texto- a Teoria Contratual se vale de uma noção ampla de contrato, que corresponde a todos os acordos formais e informais entre a sociedade e os detentores dos *inputs* necessários ao alcance de seus objetivos econômicos. Assim, não é adequado falar em “contratos de verdade” sob a égide da Teoria Contratual da sociedade. Um contrato de compra e venda de insumos em nada difere de um contrato de trabalho pelo qual uma pessoa se obriga a seguir as ordens emanadas de outra, inserindo-se, assim, na estrutura hierarquizada da sociedade. A única diferença é que no último a inserção em uma estrutura hierarquizada foi negociada, enquanto no primeiro não.

Em suma, entendemos que a negação da hierarquia em uma estrutura societária é improcedente, uma vez que se trata de um dado da realidade. Entretanto, acreditamos que a hierarquia é um elemento que pode ser negociado em um contrato como qualquer outro e é plenamente conciliável com a Teoria Contratual. O fato de que um empregado

deve obediência a seu patrão não afasta a visão de que a relação entre eles é contratual e que esse contrato, em especial, possui uma cláusula-padrão – derivada da lei- segundo a qual o empregado deve seguir as orientações de seu superior, desde que esse aja dentro dos limites legais e contratuais. Dessa constatação não decorre, em nossa opinião, qualquer dualidade na natureza da sociedade. Trata-se simplesmente da verificação de que alguns contratos celebrados pela sociedade envolvem a concessão a uma das partes de certo poder hierárquico, que em nada afeta a concepção contratual da sociedade já discutida.

Einsenberg critica ainda a Teoria Contratual, alegando que os direitos dos sócios de uma sociedade seriam patrimoniais, e não contratuais. A questão é posta da seguinte maneira:

*“Sob a Teoria Contratualista, os acionistas não são vistos como os donos da sociedade. Pelo contrário, são vistos como meros detentores de direitos contratuais exercíveis contra a sociedade. A negação do direito de propriedade dos acionistas é crítica para a concepção contratualista, porque se a sociedade é detida pelos sócios, ela não seria um mero “nexus” de contratos: tanto a lei como a prática social distinguem de maneira clara os direitos patrimoniais de um lado e os contratuais do outro.”*<sup>63</sup>

Para o autor, o conjunto dos direitos detidos pelos sócios se aproximaria mais dos chamados direitos patrimoniais do que dos direitos contratuais, o que tornaria a concepção contratualista da sociedade questionável. Segundo ele, a estrutura de propriedade de uma sociedade com dois sócios seria comparável à propriedade conjunta de um imóvel. Se os dois sócios não são os donos da sociedade, por que os dois condôminos seriam proprietários do imóvel?

---

<sup>63</sup> Ob. cit. p. 825. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Under the nexus-of-contracts conception, the body of shareholders is not conceived to own the corporation. Rather, shareholders are conceived to have only contractual claims against the corporation. This denial of shareholders ownership is critical to nexus-of-contracts conception, because if the corporation is owned by the shareholders, it would not be simply a nexus of contracts: both law and social practice draw sharp distinctions between ownership or property rights on the one hand, and contract rights on the other.”*

A discussão, trazida para a ótica do Direito brasileiro, pode ser estabelecida nos seguintes termos: os direitos dos sócios de determinada sociedade podem ser caracterizados como reais ou seriam obrigacionais?

Sobre essa diferença, Silvo de Salvo Venosa leciona:

*“Já foi dito que o direito obrigacional é um direito pessoal, pois sua ínsita relação jurídica vincula somente duas (ou mais) pessoas. Os direitos reais, que têm sua maior expressão no direito de propriedade incidem diretamente sobre a coisa. Como vemos, ambos os enfocados têm um conteúdo patrimonial”*<sup>64</sup>. Aponta, então, as principais diferenças entre os direitos patrimoniais e obrigacionais: o direito real recai sobre uma coisa, enquanto o obrigacional *“tem em mira relações humanas. Sobre tal aspecto, o direito real é um direito absoluto, exclusivo, oponível perante todos (erga omnes), enquanto o direito obrigacional é relativo, uma vez que a prestação, que é seu objeto, só pode ser exigida ao devedor.”* O direito real não comporta mais de um titular, enquanto o obrigacional comporta um sujeito ativo (credor) e um passivo (devedor). O direito real concede o gozo e a fruição de bens, enquanto o obrigacional concede direito a uma ou mais prestações efetuadas por uma pessoa. O direito obrigacional tem caráter transitório, enquanto o real *“tem sentido de inconsumibilidade, de permanência.”* O direito real dá ao seu titular o direito de sequela (de perseguir o bem objeto do direito nas mãos de quem quer que esteja), enquanto o credor do direito obrigacional *“tem apenas uma garantia geral do patrimônio do devedor, não podendo escolher determinados bens para recair a satisfação de seu crédito”*. Finalmente, Venosa lembra que os direitos reais são *numerus clausus*, enquanto *“as relações obrigacionais são infinitas, as mais variadas possíveis”*.

Sobre as relações obrigacionais, Washington de Barros Monteiro ensina, no mesmo sentido, que são transitórias, exaurindo-se com a sua satisfação, enquanto os direitos reais *“têm um sentido de perenidade”*; que constituem uma relação entre duas pessoas (credor e devedor), enquanto os direitos reais são exercidos *erga omnes*; que

---

<sup>64</sup> VENOSA, Sílvio de Salvo. Direito Civil, V. II, Ed. Atlas, 7ª edição, p. 7.

têm necessariamente conteúdo econômico; que são garantidas pelo patrimônio do devedor em caso de inadimplemento.<sup>65</sup>

Diante dessas lições, não nos restam dúvidas de que os direitos dos sócios de uma sociedade são obrigacionais e nunca reais. Ora, a qualidade de sócio (que demanda, é verdade, a propriedade de número definido de cotas ou ações) dá ao seu titular uma gama de direitos e imputa obrigações perante a sociedade e os demais sócios, que possuem conteúdo patrimonial e são transitórias (ainda que fixados por prazo indeterminado). O direito ao recebimento dos lucros, a obrigação de integralização do capital, o direito de comparecer às assembleias e exercer o voto, o direito de participação no acervo social em caso de liquidação, todos são direitos obrigacionais, que defluem naturalmente da condição de sócio. Podemos afirmar que, embora o direito dos sócios sobre as cotas ou ações seja real (eles são proprietários desses bens, podendo, dentro dos limites da lei e dos atos constitutivos, usar, gozar, fruir e dispor), os direitos e obrigações decorrentes da qualidade de sócio são obrigacionais.

Assim, não são os sócios donos da sociedade. São donos de títulos representativos de seu capital social; porém, os direitos que possuem frente à pessoa jurídica são claramente obrigacionais, possuem sujeitos ativos e passivos perfeitamente definidos e, em caso de descumprimento, cabe ao credor exigir judicialmente o seu cumprimento. Entendemos que ao constituir uma sociedade, os sócios contratualmente se obrigam a contribuir com bens ou valores para o fundo social, fixando os direitos e obrigações de cada um entre si e perante a sociedade, sendo esses direitos de natureza obrigacional. Esses direitos e obrigações dependem da detenção da qualidade de sócio, que por sua vez, juridicamente, depende da propriedade pelos sócios de cotas ou ações. Porém, o fato de que os sócios são proprietários dos títulos representativos do capital social da sociedade não transforma em reais os seus direitos e deveres, que continuam a ser obrigacionais.

Assim, nos parece inconsistente a defesa de que haveria direitos reais dos sócios sobre a sociedade. Esta é uma pessoa jurídica, com existência autônoma e independente

---

<sup>65</sup> MONTEIRO, Washington de Barros. Curso de Direito Civil, v. 4, Ed. Saraiva, São Paulo, 31ª Ed. P. 8/11

(ao menos formal e juridicamente – trataremos desse ponto mais tarde) que não pode ser sujeita à propriedade de quem quer que seja. Ela é sim controlada pelos sócios que são os proprietários dos títulos representativos de seu capital social, condição que lhes garante uma gama de direitos exercíveis contra ela (sociedade) e também impõe aos mesmos um conjunto de deveres que têm como sujeito ativo (credor) a sociedade. Em caso de descumprimento de qualquer um deles, cabe ao credor exercer judicialmente sua pretensão. Ora, não pode o sócio alienar patrimônio da sociedade ou mesmo adentrar em suas dependências livremente, não pode dispor de seus bens de nenhuma forma, como poderia ser considerado dono da sociedade? Assim, somos da opinião de que são obrigacionais e não reais os direitos dos sócios perante a sociedade, bem como os da sociedade perante os sócios.

Essa questão não é tranquila. Frederico A. Monte Simionato, expondo o posicionamento de Carvalho de Mendonça, entende da seguinte maneira:

*“Como ponto de partida, o problema da natureza jurídica da posição de sócio não pode ser resolvido pelo direito comum, ou seja, civil. Por conseguinte, não se explica pela noção de copropriedade.*

*Então, as entradas em favor da sociedade não constituem direito de propriedade dos sócios, mas entram para a formação do capital social e do fundo social, que fica sob a administração dos sócios, conforme dispuser o contrato social.*

*Diz o mestre dos mestres: “Ora, o patrimônio social não pertence aos sócios, mas à sociedade. Estes não têm direito a partes determinadas nos bens da sociedade, mas somente um quinhão em valor, apreciável depois de pago o passivo, deducto oere alieno. Se a sociedade se torna insolvente ou cai em falência, certamente nada há que se dividir entre os sócios; ao contrário, estes, se de responsabilidade ilimitada, têm de entrar com o seu para a satisfação do passivo social.”*

*Desta feita, a posição jurídica dos sócios nas sociedades empresariais deve ser analisada em duas esferas distintas; a) um direito patrimonial; e b) e pessoal. Na esteira de Carvalho de Mendonça, o direito patrimonial se conforma em perceber os*

*lucros, na proporção do capital investido; e em participar do acervo, no caso da liquidação da sociedade. Como se nota, seria um direito de crédito, condicionado, que se efetiva na divisão dos lucros, observando os rigores normativos, e sobre o ativo líquido, ou seja, nas sobras no caso de liquidação da sociedade. Evidentemente que esse direito de crédito tem esfera restrita dentro do ordenamento jurídico, ao passo que o sócio não é, tecnicamente, um credor da sociedade, como assim são os terceiros que detém direito de crédito contra a sociedade por força obrigacional. As partes sociais, quotas, entram na categoria de títulos móveis, negociáveis plenamente pelos sócios, passíveis de cessão a qualquer título.*

*São essas participações que fazem nascer o direito pessoal dos sócios, ou seja, o direito de administrar a sociedade.”<sup>66</sup>*

Entendemos que tanto o que se chamou de direitos “patrimoniais” quanto os “pessoais” são espécies de direitos obrigacionais e não reais. Como dito por Carvalho de Mendonça, não são os sócios donos do patrimônio social, muito menos da sociedade. O direito ao recebimento dos lucros e participação no acervo social decorre da condição de sócio e esta última da propriedade sobre os títulos representativos do capital social. Entretanto, não há como afirmar que os sócios tem direito aos lucros ou ao patrimônio remanescente após a liquidação por serem proprietários da sociedade. Seus direitos, em nossa opinião, são muito melhor classificados como obrigacionais do que patrimoniais, apesar de ser forçoso reconhecer que estes exercem, sobre as cotas ou ações (e não sobre a sociedade), efetivo direito de propriedade. *Mutatis mutandis*, a situação se assemelha à compra de uma cota em um clube: o sócio é proprietário da cota e, em decorrência disso, tem uma gama de direitos obrigacionais (utilizar as dependências do clube, participar de eventos, utilizar o estacionamento, etc) e deveres (pagar as mensalidades, arcar com as reformas nas instalações, etc). A condição de sócio depende da propriedade sobre as cotas, mas lhe garante um complexo de direitos e deveres de natureza obrigacional. Discordamos, assim, das críticas de Einsenberg, relacionadas à suposta natureza patrimonial dos direitos dos sócios. Estes, apesar de proprietários dos títulos representativos do capital social, possuem direitos e deveres nitidamente

---

<sup>66</sup> Ob. cit. p. 65/66



obrigacionais, que não possuem as características absolutas e exclusivas dos direitos reais.<sup>67</sup>

Willian W. Bratton, por sua vez, tece críticas de outra natureza à Teoria Contratual. Às fl. 420 do texto citado, ele afirma:

*“A firma representa uma mera série de contratos por meio do qual se unem os inputs para produzirem um resultado. O capital investido, a fonte tradicional da propriedade, passa a ser apenas uma das várias espécies de inputs, e a legislação societária se torna apenas parte das regras que regem aquele input. Partindo da premissa de que os acordos mais adequados sobrevivem, os termos contratuais de divisão de lucros presumidamente refletem uma divisão ideal de risco. A figura neoclássica, assim, não fornece qualquer razão para que o governo intervenha para proteger os acionistas”*<sup>68</sup>

A mesma questão é tratada por Eisenberg, no texto citado, fl. 823:

*“Uma questão central levantada pela concepção contratual é como lidar com as regras da legislação societária. Claramente, essas regras são a base para a constituição da sociedade. Da mesma forma, elas não são arranjos recíprocos, em*

---

<sup>67</sup> Apesar de nossa convicção em afirmar a natureza obrigacional dos direitos dos sócios, reconhecemos que a distinção entre as duas gamas de direitos muitas vezes – como no caso – não é clara. Sobre esse ponto, Silvio Venosa leciona: *“Em que pesem as diferenças, não há antagonismo nas duas categorias. As duas classificações não se distanciam a ponto de não se tocarem. São muitos os pontos de contato entre os direitos obrigacionais e os direitos reais, que se entrelaçam e se cruzam freqüentemente. Muitas vezes, a obrigação tem por escopo justamente adquirir a propriedade ou qualquer outro direito real. É exatamente essa finalidade do contrato de compra e venda. Não se trata, pois, de dois compartimentos estanques. Há mesmo, como em tudo no Direito, uma zona intermediária em que a distinção será difícil.”* Ob. cit. p. 8.

<sup>68</sup> Tradução livre do autor. Versão original:

*“The “firm” represents a mere series of contracts joining inputs to produce output. Equity capital, the traditional legal situs of ownership, devolves into one of many types of inputs, and the body of corporate law becomes just part of the contract governing that input. Assuming that the fittest arrangements survive, the contract’s profit-sharing terms presumably effect an optimal sharing of risk. The neoclassical picture, then, affords no reason for government to intervene to protect shareholders.”*

*particular, algumas regras da legislação societária como as eis federais que regulam o insider trading e informações privilegiadas são cogentes*".<sup>69</sup>

A questão tratada pelos autores é relevante: qual o papel da legislação societária diante da concepção contratualista da sociedade? Bratton defende que, diante da presunção de que os agentes econômicos são racionais (e que, em razão disso, os contratos celebrados refletiriam perfeitamente os riscos e os ganhos envolvidos) não haveria justificativa para a intervenção estatal no sentido de defesa dos acionistas, pois qualquer risco assumido pelas partes já teria sido por elas considerado no momento da negociação, não necessitando, assim, de proteção.

Eisenberg, de forma ao nosso ver correta, reconhece que as leis societárias estão, em grande parte, fora do âmbito de ação dos agentes, que muitas vezes não podem afastá-las. Mais importante, ele reconhece que a Teoria Contratual não depende da inexistência de normas societárias cogentes – e, por consequência, da liberdade absoluta das partes- para se sustentar. Afirma ainda o que nos parece o óbvio: que os contratos que a sociedade celebra devem ser firmados com respeito ao arcabouço legal cogente (“*within a framework of mandatory legal rules*”<sup>70</sup>).

Nos alinhamos, nesse ponto, a Eisenberg. A Teoria Contratualista não depende ou sequer propõe que a noção de que a sociedade exerce suas atividades por meio de contratos livremente celebrados seria incompatível com a existência de normas legais cogentes, sejam elas normas societárias (*corporate law*) ou não. Com efeito, a liberdade absoluta dos agentes não existe no mundo “real”, fora dos modelos econômicos abstratos. Não é crível que uma teoria que oferece uma concepção da natureza jurídica da sociedade e da forma como ela explora suas atividades se sustentasse em uma premissa absurda como a de que qualquer agente tivesse ilimitada liberdade de agir da forma como bem entendesse.

---

<sup>69</sup>Tradução livre do autor. Versão original:

“A central issue raised by the nexus-of-contracts conception is how to deal with the rules of corporate law. Clearly, these rules are basic to the constitution of the corporation. Equally clearly, they are not reciprocal arrangements; in particular, some important rules of corporation law, such the federal laws that govern insider trading and tender offers, are mandatory.”

<sup>70</sup> Ob. cit .824

As normas podem ter natureza cogente – chamadas de normas de ordem pública ou não – quando são chamadas, então, de supletivas.<sup>71</sup> As últimas podem ser afastadas pelas partes quando inconvenientes – podem ser consideradas regras-padrão, que regerão todas as relações, exceto se houver previsão em contrário. Devem – porém isso não necessariamente ocorre- refletir as condições que as partes normalmente acordariam se fossem efetivamente negociar aquela determinada questão, de modo que serão afastadas somente em situações excepcionais.

Já as normas cogentes, como próprio nome diz, devem ser obrigatoriamente seguidas pelas partes, que não podem afastá-las. A definição do que deve ser tratado por meio de cada uma das espécies de normas é uma escolha política arbitrária. Cabe ao poder público, dentro do paradigma de governo vigente, dependendo do grau de intervencionismo considerado adequado, definir quais questões serão reguladas pela lei e quais não serão – lembrando que, de acordo com o princípio da legalidade<sup>72</sup>, os particulares podem fazer, via de regra, tudo o que a lei não os veda. Após definir o que será objeto de tratamento legal, o Estado define quais matérias serão objeto de normas supletivas e quais serão objeto de normas cogentes.

---

<sup>71</sup> Frederico Dantas cita posicionamento de Pontes de Miranda sobre a distinção: “*De outro lado, autores como PONTES DE MIRANDA negam qualquer cientificidade à suposta distinção entre leis de Direito Público e de Direito Privado. O autor classifica as normas jurídicas em cogentes (imperativas e proibitivas) e não cogentes (dispositivas ou supletivas), afirmando que a distinção entre Direito Público e Direito Privado é de origem histórica e não lógica, não havendo a priori pela matéria tratada tal dicotomia, isso importando dizer que se pode volver a indiferenciação dos dois ramos de direito. Daí por que, em coerência com seu pensamento, não teria sentido distinguir as leis de ordem pública com vistas a determinar a abrangência da proteção ao direito adquirido.*”DANTAS, Frederico. Direito Adquirido e Leis de Ordem Pública, Revista Esmafe : Escola de Magistratura Federal da 5ª Região, n. 8, dez. 2004, p. 10, disponível em [http://bdjur.stj.jus.br/xmlui/bitstream/handle/2011/27095/direito\\_adquirido\\_leis\\_ordem.pdf?sequence=3](http://bdjur.stj.jus.br/xmlui/bitstream/handle/2011/27095/direito_adquirido_leis_ordem.pdf?sequence=3), acessado em 20 de dezembro de 2010.

<sup>72</sup> Sobre o Princípio da Legalidade, leciona José Afonso da Silva: “*É nesse sentido que o princípio está consagrado no art. 5º, II da Constituição, segundo o qual ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei.*”. O texto não há de ser compreendido isoladamente, mas dentro do sistema constitucional vigente, mormente em função de regras de distribuição de competência entre os órgãos do poder, de onde decorre que o princípio da legalidade ali consubstanciado se funda na previsão de competência geral do Poder Legislativo para legislar sobre matérias genericamente indicadas, de sorte que a idéia matriz está em que só o Poder Legislativo pode criar regras que contenham, originariamente, novidade modificativa da ordem jurídico-formal, o que faz coincidir a competência da fonte legislativa com o conteúdo inovativo de suas estatuições, com a consequência de distingui-la da competência regulamentar”. DA SILVA, José Afonso da. Curso de Direito Constitucional Positivo, 19ª Ed., Malheiros Editores, p. 423/424.

Essa definição determina qual o espectro de liberdade garantido pelo Estado aos particulares. Originalmente, os particulares possuem liberdade para fazer o que quiserem. Essa liberdade é podada pelo Estado, a fim de que sejam alcançados os objetivos identificados como desejáveis, por meio da edição de normas cogentes. Desde que não contrariem essas normas cogentes, os particulares são livres para agirem da forma que melhor atenda a seus interesses. Em maior ou menor grau, todos os sistemas políticos cerceiam a liberdade de seus particulares em prol de um objetivo considerado socialmente relevante. Assim, no Brasil, os empregados não podem renunciar a direitos legalmente garantidos, o locador – desde que cumpridas as exigências legais- é obrigado a renovar compulsoriamente um contrato de locação ainda que não o deseje, e quem adquire o controle de companhia aberta deve oferecer aos minoritários ao menos 80% do valor pago aos controladores por suas ações.

A liberdade de negociação dos particulares é limitada, portanto, a esse espaço não afetado pelas leis cogentes. No que concerne à Teoria Contratualista, nos parece óbvio que, ao propor que a sociedade seria uma estrutura criada para possibilitar o gerenciamento dos contratos livremente celebrados, necessários à consecução de determinada atividade, está se levando em conta que esses contratos serão celebrados em conformidade com as leis. Considerando que a liberdade irrestrita é uma situação inexistente, não nos parece razoável que os críticos da Teoria Contratualista afirmem que ela se sustenta nessa premissa. Pelo contrário, nenhum dos seus formuladores afirma isso. Os contratos, não restam dúvidas, são livremente celebrados pela sociedade, mas dentro do espectro de liberdade deixado pela lei.

Assim, afirmar que a Teoria Contratualista dependeria da inexistência de normas societárias cogentes é, em nossa opinião, um enorme equívoco, até porque tornaria a teoria dependente de uma situação que não se verifica na prática, o que, em outras palavras, representaria a própria negação da teoria, o que certamente não seria feito por seus formuladores.

Ademais, a análise dessa questão sob a ótica exclusiva da legislação societária nos parece inadequada. A legislação societária é apenas uma parte – minoritária- das normas a que a sociedade, no exercício de suas atividades, deve atender. Normas de

outras naturezas são geralmente mais restritivas e criam uma gama enorme de obrigações para a sociedade, às vezes mais relevantes do que as derivadas da legislação societária. São, por exemplo, normas trabalhistas, ambientais, tributárias e consumeristas, que afetam diretamente os contratos que a sociedade celebra a fim de atingir seus objetivos. Não nos parece crível que mesmo os críticos da teoria considerem que ela, para se sustentar, dependeria da inexistência de qualquer norma cogente, independentemente de sua natureza.<sup>73</sup>

Assim, nos parece claro que, pela Teoria Contratualista, a sociedade é uma estrutura destinada a coordenar as relações contratuais por meio das quais obtém os *inputs*. E esses contratos são livremente celebrados pelas partes, dentro do espectro e do espaço reservado pela legislação.

Outro ponto controverso a respeito da Teoria Contratualista diz respeito à sua suposta incompatibilidade com a personalização das sociedades. Segundo Bratton, ao conceber a sociedade como uma mera estrutura para gerir e centralizar os *agreements* necessários à consecução de suas atividades, a Teoria Contratualista se indisporia com a chamada Teoria Personalista, segundo a qual a sociedade é um ente dotado de personalidade própria. Vejamos como a questão é introduzida:

*“A questão central e recorrente presente nas teorias jurídicas da firma é o questionamento relacionado à sua classificação como “entidade ou agregado”. Essa questão diz respeito à linha que separa a sociedade das relações paralelas que se verificam dentro e em volta dela. Se pergunta em qual extensão a sociedade é efetivamente uma entidade distinta, possuindo características próprias, separadas das características das pessoas conectadas a ela. Considerar a existência de uma personalidade própria da sociedade leva a outras questões a respeito dos componentes de sua natureza distinta. Uma delas é se a sociedade é algo “de verdade”, se existe, como um ser espiritual distinto das pessoas conectadas a ela. Ou se a sociedade seria no máximo uma reificação – uma construção da mente de humanos conectados a ela ou cientes de sua existência? Mesmo se o observador conclui que somente a firma*

---

<sup>73</sup> Para interessantes reflexões a respeito da relevância das normas de diferentes naturezas no funcionamento da sociedade, ver Winkler, Adam, *Corporate Law or the Law of Business? Stakeholders and Corporate Governance at the End of History*. *Journal of Law and Contemporary Problems*, Vol. 67, pp. 109-133, 2004; UCLA School of Law.

*reificada existe, questões a respeito da forma ou natureza das idéias que constituem a reificação ainda surgem. Uma questão diz respeito à personificação da firma – a adequabilidade da construção teórica da entidade reificada como um ator econômico e social com o padrão de comportamento de um indivíduo.”*<sup>74</sup>

Segundo Bratton, a aplicação ferrenha da Teoria Contratual – ele identifica duas vertentes da teoria, a institucionalista e a neoclássica, sendo esta última mais radical, apesar de não vermos grande validade na distinção – negaria a própria noção de que a sociedade é uma reificação<sup>75</sup> ou uma ficção. Em outras palavras, para o autor, a Teoria Contratualista, tendo em vista seu foco nas relações entre indivíduos, pode levar ao entendimento de que a sociedade, na verdade, não existe. Vejamos as críticas:

*“A teoria neoclássica conflita com a teoria jurídica ao redefinir as relações da firma como singelos e ordinários contratos bilaterais. A teoria neoclássica tira a ênfase da entidade, tentando tirar da reificação virtualmente todo o seu conteúdo relevante. A firma, da forma como vista pela teoria neoclássica, se torna um ponto de referência, guardando relação com a substância econômica da vida da firma análoga a um ponto ou uma vírgula nas palavras de uma página. Para achar a essência da firma, a teoria olha apenas para o comportamento de atores econômicos individuais. Diferentemente de reificações, indivíduos produzem produtos e serviços, e através de suas ações a firma executa suas funções de custo essenciais.”*<sup>76</sup>

---

<sup>74</sup> Ob. cit. p. 423. Tradução livre do autor. Versão original:

*“The central recurring question addressed by juridical theories of the corporate firm is the “entity or aggregate” inquiry. This question concerns the line of demarcation between the corporation and the separate relationships in and around it. It asks to what extent the corporate firm constitute a separate entity, possessing characteristics of its own, separate from the characteristics of the persons connected with it. Finding the existence of a meaningful corporate entity raises further questions respecting the components of its separate nature. One is whether the corporate firm is a real thing, whether it exists, like a spiritual being, apart from the separate existence of the persons connected to it. Or is the firm entity at most a reification – a construction of the mind of humans connected with the firm or otherwise aware of it? Even if the observer concludes that only the reified firm entity exists, questions about the source or character of the ideas constituting the reification still arise. One question concerns personification of the firm – the appropriateness of modelling the reified entity as an economic and social actor with the behavior patterns of an individual.”*

<sup>75</sup> De acordo com o Novo Dicionário da Língua Portuguesa, de Aurélio Buarque de Holanda Ferreira, “No processo de alienação, o momento em que a característica de ser uma coisa “coisa” se torna típica realidade objetiva”. Trata-se de conceito relacionado à objetivação de um conceito abstrato ou, em outras palavras, dar a algo abstrato características próprias de algo real. Na discussão em questão, poderia ser entendido como o processo de personalização da sociedade, por meio do qual a mesma é equiparada a um ente natural, não obstante seja inegavelmente um conceito abstrato.

<sup>76</sup> Ob. cit. p. 428. Tradução livre do autor. Versão original:

As críticas continuam, no sentido de que, pela Teoria Contratualista – ao menos de acordo com sua corrente mais extremada- não haveria interesses coletivos, mas apenas individuais: a cooperação, a lealdade e o “espírito de equipe” (*team spirit*) seriam meios desenvolvidos pelos indivíduos simplesmente para aumentar o seu ganho individual em suas relações com a sociedade. Em suma, nesses termos, a Teoria Contratualista negaria a própria existência da sociedade. Não juridicamente, é óbvio, mas como qualquer coisa além de uma máscara por trás da qual indivíduos celebrariam contratos de acordo com seus interesses egoísticos.

A crítica nos parece em parte decorrente da má compreensão da Teoria Contratualista. Em momento algum a Teoria Contratualista colide com a chamada teoria da personalização. Conceber a sociedade como um *nexus of contracts* não afasta, por um lado, a constatação de que a mesma é um ente ao qual o Direito concede personalidade por razões que historicamente são consideradas relevantes. Por outro, não entendemos que a Teoria Contratualista seja incompatível com o fato de que a sociedade possui valores, interesses e necessidades próprias, muitas vezes distintos dos pertencentes aos indivíduos que a compõem.

Entretanto, não se reconhece uma existência absolutamente independente da sociedade. Sua vontade, seus objetivos, seus desejos são próprios, mas não autônomos, e são determinados de acordo com as normas que regulam seu funcionamento – as leis e os *agreements* feitos sob essas leis. A sociedade possui existência própria, porém, não se pode negar sua ligação e sua dependência absoluta das pessoas com ela envolvidas, que nos termos da lei e dos contratos, determinam sua vontade, seus objetivos e seus desejos. Em suma, a vontade, os valores e as necessidades da sociedade são próprios, mas decorrem das vontades, valores e necessidades dos indivíduos a ela ligados (empregados, sócios, fornecedores, credores etc). São os contratos celebrados por esses indivíduos, por um lado, e a lei, de outro, que moldarão a vontade e os valores da sociedade. Por exemplo, uma sociedade concede um aumento a um determinado funcionário. Essa manifestação de vontade – que é indiscutivelmente da sociedade-

---

*“The neoclassical theory conflicts with received legal theory by recasting firm relations in terms of discrete, bilateral contracts. The neoclassical theory deemphasizes the entity, attempting to strip the reification of virtually all substantive content. The neoclassical firm entity becomes a constructed reference point, bearing a relation to the economic substance of the firm life analogous to a punctuation mark to the words on a written page. To find the firm’s essence, the theory looks solely to the behavior of individual economic actors. Unlike reifications, individuals produce goods and services, through their actions the firm performs its essential cost functions.”*

decorre da lei e dos contratos manifestados pelos indivíduos: do dissídio coletivo assinado pelos sindicatos patronal e laboral, do contrato de trabalho assinado entre o empregado e a sociedade, das metas de lucratividade fixadas pelos acionistas, dos encargos que a sociedade terá de arcar caso aquele empregado se demita, das obrigações legais dos administradores na gestão da sociedade. Nesse caldeirão de interesses individuais se moldará a vontade social que, repita-se, é própria, mas não autônoma. Sobre a formação da vontade social, leciona Brunetti e Dalmartello<sup>77</sup>, este último citado pelo primeiro:

*“Entretanto, a organização que está na base de todos os tipos de associação, não se manifesta senão através de uma vontade unificada.” A idéia de pessoa jurídica nasce quando se trata de individualizar uma vontade orgânica juridicamente efetiva que de forma duradoura e continuada se dirigir à consecução de um fim predeterminado, e que não emana de uma pessoa física atuando como tal ou de uma única pessoa. A necessária e devida colaboração das vontades singulares e individuais dos sócios na sociedade, tem precisamente como resultado uma nova vontade unitária, que se esforça continuamente em prol da consecução do fim social, estabelecido em contrato. Essa vontade não é de cada um dos sócios e pode inclusive estar em contradição com a de alguns deles (os dissidentes), mantendo-se, sem embargo, decisiva e soberana no âmbito das questões sociais. A sociedade é a titular da vontade e vem, assim, a alcançar a natureza de uma organização autônoma, e precisamente porque a vontade unitária que, através da colaboração declarativa e volitiva dos sócios, se vêm formando, e é dirigida à disposições dos direitos sociais, se chega à existência de um sujeito abstrato de direitos, ou seja, de uma pessoa.”*<sup>78</sup>

---

<sup>77</sup> DALMARTELLO, La concezione unitária della società attraverso i suoi aspetti di contratto, di atto complesso e di persona giuridica, en Riv. di dir, civ, 1933, p. 271. El mismo concepto de DE GREGORIO, Società e assoc. comm., Turín, 1938 (em el Comm. De Uet), nº 3, p. 9.

<sup>78</sup> BRUNETTI, Antonio. Tratado del Derecho de las Sociedades. V. I, tradução de Felipe de Solá Cañizares, Unión Tipográfica Editorial Hispano Americana, Buenos Aires, 1960, p. 7/8. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Pero la organización que está en la base de todos los tipos de asociación, no se manifiesta más que a través de una voluntad unificada. “La idea de persona jurídica nace cuando se trata de individualizar una voluntad orgánica jurídica efectiva que de forma duradera y continuada se dirige a la consecución de un fin predeterminado, y que no dimana de una persona física actuando como tal o de una sola persona. La necesaria y debida colaboración de las singulares voluntades individuales de los socios en la Sociedad, da precisamente como resultado una nueva voluntad unitaria, que se esfuerza continuamente hacia la consecución del fin social, establecido en el contrato. Esta voluntad no es la de cada uno de los socios y puede incluso estar en contradicción con la de algunos de ellos (los disidentes), manteniéndose, sin embargo, decisiva y soberana en el ámbito de las cuestiones sociales. La Sociedad es la titular de la voluntad que viene así a alcanzar la naturaleza de una organización autónoma; y*



Uma analogia pode ser útil. A sociedade, em nossa opinião, poderia ser entendida como uma marionete controlada por diversos indivíduos, cujo movimento final depende da interação e integração dos atos de todos. O movimento da marionete não pode ser visto meramente como o conjunto dos atos individuais. Ele é, na verdade, um movimento próprio, que é gerado pela interação, em diversas medidas, dos atos individuais, sem guardar identidade com nenhum deles. Visto de outro ângulo, e por meio de analogia semelhante, a sociedade – como o boneco Pinóquio – não possui vontade própria. Apesar da personalização e de seus efeitos, apesar de juridicamente poder ser equiparada a uma pessoa natural no que concerne os direitos e deveres, lhe falta a autonomia. Falta-lhe a capacidade de ser sem a intervenção subjacente dos indivíduos, sendo deles absolutamente dependente, apesar de juridicamente independente.

A forma como a vontade social é forjada pode variar, e é comum que os indivíduos se utilizem de variados artifícios para fazer prevalecer seus interesses. Ora, o que seria a “identidade” ou “cultura” corporativa se não uma forma eficiente de induzir os empregados a agirem de acordo com o interesse dos sócios e administradores – seja no sentido de aumentar os lucros ou atender a normas internas-, ainda que em detrimento dos interesses próprios dos trabalhadores? Qual o sentido das mobilizações sindicais se não convencer os trabalhadores que eles, se agirem unidos, obterão vantagens adicionais do empregador? São, em nossa opinião, formas válidas pelas quais os indivíduos tentam influir na formação da vontade social, fazendo-a coincidir, ao máximo, com seus próprios interesses.

Essa visão não foi inaugurada pela Teoria Contratualista, já sendo acolhida pela maioria dos sistemas legais. É chamada por Bratton de anti-realista, e se oporia à chamada Teoria Realista ou Orgânica, segundo a qual a sociedade seria um ente absolutamente independente das pessoas físicas envolvidas com sua criação e funcionamento, ao qual poder-se-ia atribuir uma vontade própria. Obviamente, por mais que a teoria orgânica defendesse a efetiva concepção da sociedade como um ente “real” e não uma mera ficção jurídica, a vontade da sociedade deveria ter como fonte uma pessoa física. Na teoria orgânica, essa vontade deveria necessariamente vir de “dentro”

---

*precisamente porque la voluntad unitaria que, a través de la colaboración declarativa y volitiva de los socios, se viene formando, va dirigida a la disposición de los derechos sociales, se llega a la existencia de un sujeto abstracto de derechos, o sea, de una persona”*

da sociedade, razão pela qual essa teoria serviu como sustentação para a visão administrativista da sociedade, na qual os administradores teriam posição proeminente e quase absoluta em sua gestão. Ora, considerando que a teoria orgânica entendia a sociedade como um ente “real”, com vontade própria, é natural que essa vontade devesse emanar de órgãos da própria sociedade, de maneira independente das pessoas envolvidas direta ou indiretamente com o seu funcionamento, mas que não fossem “integrantes” da mesma.

Já a teoria Anti-Realista concebe “a natureza da firma como resultado das ações de atores humanos”<sup>79</sup> A “vontade própria” da sociedade decorreria da conveniência de se conceder à sociedade o *status* de sujeito de direito, como forma de otimizar a exploração das atividades econômicas pelos indivíduos. Entretanto, os adeptos dessa teoria não se esquecem de que a sociedade não passa de uma ficção, absolutamente dependente dos agentes com ela envolvidos direta ou indiretamente.

A teoria Anti-Realista é condizente com a Teoria Contratualista, sendo claros os pontos de contato entre elas. A contratualista parte da premissa de que a sociedade consiste em uma estrutura destinada a gerir as relações contratuais entre os fornecedores dos *inputs*, e que o exercício da atividade econômica por ela se dá por meio da soma das ações dos indivíduos. A essa estrutura o Direito confere personalidade jurídica, equiparando-a, em muitos aspectos, a uma pessoa natural, considerada, assim, um sujeito de Direito. Entretanto, a personalização (cujos efeitos são a autonomia patrimonial, negocial e processual) não torna a sociedade um ente autônomo, com vontade própria. Continua a ser uma ficção, inteiramente dependente dos indivíduos a ela ligados pelas relações contratuais.

A própria noção de sociedade, que nos parece tão comum, depende exclusivamente dessa ficção, ou seja, é uma criação puramente humana. Essa ficção foi concebida pelo Direito e não passa disso, uma ficção, que se justificou por razões econômicas, ligadas basicamente ao aumento da eficiência na exploração de determinada atividade, por meio da redução dos custos de transação, conforme será demonstrado no capítulo IV. Não se trata, assim, de um dado da natureza, mas de refinada criação do espírito humano, genuína manifestação de sua genialidade que,

---

<sup>79</sup> Bratton, p. 425. Tradução livre do autor. Versão original: “the firm's nature as a result of the actions of human actors.”

identificado uma forma mais eficiente de exploração das atividades econômicas, criou a figura da sociedade como um ente personalizado, como iremos ver, com detalhes, em recorte histórico no próximo capítulo.

Podemos, assim, afirmar, sem a pretensão de uma definição final ou mesmo inovadora, de que sob a Teoria Contratualista, a natureza jurídica da sociedade consistiria em uma ficção jurídica criada para dar maior eficiência à empresa. A sociedade seria, assim, a personificação da empresa. Mas uma personificação obviamente limitada e não absoluta, no sentido de que seus atos, vontades e objetivos são próprios, porém, não são autônomos, dependendo dos indivíduos para se moldarem, por um lado, mas não se limitando a um amontoado de desejos individuais.<sup>80</sup>

---

<sup>80</sup> A concepção da sociedade como uma ficção jurídica, que como visto consiste em premissa básica da Teoria Contratualista, e com a qual inteiramente concordamos, não é pacífica. Trata-se de discussão que se desenrola há séculos. Brunetti a aborda com propriedade:

*“Tudo isso não impede que a associação conserve um caráter de organização de pessoas. O corpo é o conglomerado de indivíduos dirigido por uma vontade unitária; a associação supõe sempre uma relação entre pessoas físicas, mas precisamente porque não se determina entre pessoas e patrimônio, conservando a “mesma estrutura da relação permanentemente, é essa mesma relação enobrecida e dotada de proteção jurídica. Da mesma maneira que toda relação social tem lugar entre entes sociais, todo vínculo jurídico é inconcebível sem pessoas que sejam seus titulares, Podem ser sujeitos, homens ou coletividades humanas, e, em geral, to ente jurídico”. Com isso se explica a aceitação que teve, especialmente, na Alemanha, a concepção de Beseler sobre a personalidade real das associações, que segundo ele, seriam entidades verdadeira e realmente existentes; pessoas, inclusive para o Direito, que se comportariam da mesma maneira que a pessoa física. Segundo Savigny, pelo contrário, constituiriam abstrações e, por consequência, pessoas fictícias, conceito do qual nasce a doutrina das pessoas morais que durante tanto tempo tem tido a consideração de um dogma. Se real ou fictícia a personalidade das corporações, para reduzir à unidade o grupo de pessoas físicas não se pode prescindir de uma subjetivação ideal sem que isso suponha forçar a ordem das coisas, ainda que, na substância, esteja incluso no conceito de personalidade física ainda a abstração, posto que também esse conceito é um resultado do ordenamento jurídico. A estrutura e o funcionamento da associação são os elementos que realmente obrigam a reconhecer na união organizada um todo independente, titular de direitos e deveres, no qual a soma das vontades de seus componentes é inconfundível com a vontade do conjunto.” Ob. Cit. p. 6/7. Tradução livre do autor. Versão original:*

*“Todo ello no obsta para que la asociación conserve un carácter de organización de personas. El corpus es el conglomerado de los individuos dirigido por una voluntad unitária; la asociación supone siempre una relación entre personas físicas, pero precisamente porque no se determina entre personas y patrimonio, conservando “la misma estructura de la relación permanentemente, es esta misma relación ennoblecida y dotada de protección jurídica. De igual manera que toda relación social tiene lugar entre entes sociales, todo vínculo jurídico es incocebible sin personas que sean sus titulares. Pueden ser sujetos, hombres o colectividades humanas, y, em general, todo ente jurídico”. Com ello se explica la aceptación que tuvo, especialmente em Alemania, la concepción de Beseler sobre personalidad real de las asociaciones, que, según el, serían entidades verdadera y realmente existentes; personas, incluso para el Derecho, que se comportarían de igual manera que la persona física. Según Savigny, por el contrario, constituirían abstracciones y, em su consecuencia, personas ficticias, concepto del que nace la doctrina de las personas morales que durante tanto tiempo ha tenido la consideración de dogma. Se real o ficticia la personalidad de las corporaciones, para reducir a unidad el grupo de las personas físicas no se puede prescindir de una subjetivación ideal sin que ello suponga forzar el orden de las cosas, ya que, en substancia, incluso en el concepto de personalidad física anida la abstracción, puesto que también este concepto es un resultado de la ordenación jurídica. La estructura y el funcionamiento dela asociación son los elementos que realmente obligan a reconocer em la unión organizada um todo independiente,*

Nesse ponto, consideramos que a Teoria Contratualista se encontra suficientemente delineada. Apesar de ser uma discussão atraente, havendo diversos outros aspectos da teoria que poderiam ser abordados, outros desafios se apresentam. Nos ocuparemos agora das consequências da adoção da concepção contratualista sobre outra discussão de relevo, qual seja: quais interesses – e em que medida – devem ser atendidos pelos administradores de uma sociedade? Em outras palavras, a sociedade deve ser gerida no interesse exclusivo de seus sócios ou os administradores poderiam atender aos interesses de outros *stakeholders* – como os empregados – ainda que em detrimento do interesse dos acionistas?

Essa discussão será desenvolvida detalhadamente no próximo capítulo. Entretanto, não podemos deixar de abordar agora quais as consequências – se há alguma- da adoção da Teoria Contratualista sobre essa questão.

Originalmente, a Teoria Contratualista sempre foi imediatamente associada à chamada *wealth maximization rule*, segundo a qual a sociedade deve ser administrada no exclusivo interesse de seus acionistas. Essa identificação decorre mais de um pré-conceito- e não preconceito- em relação a seus formuladores do que de uma relação de causa e efeito entre as duas teorias. Tendo em vista que ambas as teorias possuem raízes no pensamento econômico liberal, se sustentando em ideais como a livre iniciativa e o individualismo, a relação entre as duas foi imediata. É forçoso reconhecer que a maioria dos defensores da Teoria Contratualista defende também a *wealth maximization rule*. Entretanto, tal identidade não é obrigatória.

A Teoria Contratualista oferece um modelo pelo qual a sociedade - e a forma como se organiza a exploração de determinada atividade econômica - podem ser compreendidas. Pela Teoria Contratualista, a sociedade seria uma estrutura apta a gerir e organizar as relações contratuais por meio das quais os *inputs* indispensáveis são obtidos. Não há, na concepção contratualista, qualquer elemento que sustente que a gestão da sociedade deve se dar no interesse exclusivo dos acionistas ou dos *stakeholders*. Em outras palavras, a Teoria Contratualista é compatível tanto com a

---

*titular de derechos y deberes, en el que la suma delas voluntades de sus componentes es inconfundible com la voluntad del conjunto.”*

*wealth maximization rule* quanto com a visão oposta, segundo a qual a sociedade deve ser gerida no interesse de todos os *stakeholders*, e não somente dos seus sócios. Ou seja, a Teoria Contratualista propõe uma visão “estrutural” da sociedade, sem implicações valorativas relacionadas a como essa estrutura deve ser gerida.

Nesse sentido, Eisenberg:

*“A maioria (apesar de não todos) os doutrinadores do direito societário aderem à norma da prevalência dos interesses dos acionistas, sob a qual o objetivo da gestão da sociedade deveria ser aumentar a riqueza do acionista, dentro dos limites da lei e da moralidade. Essa visão não é incontroversa. Em particular, muitos doutrinadores adotam uma visão comunitarista, sob a qual o conselho de administração deveria gerir a sociedade no interesse de todos os atores que tem um interesse ou “arranjos recíprocos” com a sociedade, incluindo não apenas os acionistas, mas empregados, credores, clientes fornecedores e a comunidade.*

*Comumente se pensa que a teoria do “nexus” de contrato é conectada de uma maneira fundamental com o conceito da prevalência dos interesses dos acionistas. Ela não é. Da mesma forma que o direito contratual não beneficia os interesses de compradores ou vendedores, contratados ou proprietários, a teoria contratual não privilegia qualquer grupo. Pelo contrário, vista isoladamente, aquela concepção (contratualista) da mesma forma que o direito contratual, concede iguais condições para todos os grupos com interesses na sociedade.”<sup>81</sup>*

Stephen Bainbridge, por sua vez, apesar de defender a *wealth maximization rule*, demonstra que a relação entre a Teoria Contratualista e a concepção de que a sociedade

---

<sup>81</sup> Ob. cit. p. 832/833. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Most (although by no means all) corporate scholars subscribe to the norm of shareholder primacy, under which the objective of the corporation’s management should be to increase shareholder wealth, within the constraints of law and morality. This view is not uncontroversial. In particular, many corporate scholars take a communitarian view, under which the board should manage the corporation in the interests of all actors who have interest in or reciprocal arrangements with the corporation, including not only shareholders, but employees, creditors, customers, suppliers and the community.*

*It is commonly thought that the nexus-of-contracts conception is connected in some fundamental way to the concept of shareholder primacy. It isn’t. Just as contract law does not give primacy to either buyers or sellers, contractors or owners, so the nexus-of-contracts conception does not give primacy to any single group. On the contrary, taken in isolation, that conception, like contract law, would specify an equal footing for all groups with an interest in the corporation.”*

deva ser gerida exclusivamente no interesse de seus sócios não é obrigatória, ao mencionar a tese defendida por alguns autores segundo a qual a Teoria Contratualista sustentaria a visão de que a sociedade deve ser gerida no interesse de seus *stakeholders*, e não somente dos acionistas. Confira-se:

*“Para alguns contratualistas, entretanto, o modelo do “nexus” de contrato fornece uma base teórica para a proteção dos interesses dos stakeholders. Conforme a argumentação básica, muitos dos contratos que formariam a sociedade são implícitos e, portanto, não executáveis judicialmente. Alguns desses contratos implícitos tem por intuito incentivar os stakeholders a fazer investimentos específicos para aquela sociedade. Tomemos por exemplo um empregado que investe tempo e esforço consideráveis para aprender como fazer o seu trabalho de forma mais efetiva. Muito desse conhecimento será específico para a firma em que ele trabalha. Em alguns casos, será porque outras firmas não fazem trabalho comparável. Em outros, será porque sua firma possui uma cultura corporativa única. Em qualquer caso, quanto mais ela trabalha para a firma, mais difícil será para que ela obtenha uma posição comparável em outra firma.*

*Um empregado investirá em capital humano específico para uma determina firma somente se for premiado por fazê-lo. Um contrato implícito portanto se cria entre empregados e acionistas. De um lado, empregados se comprometem a se tornarem mais produtivos, ao investir em capital humano específico, aceitando longos planos de promoções e esquemas de compensação que diferem muito de seu retorno para os anos finais de sua carreira. Em retorno, os acionistas prometem estabilidade no trabalho.*

*Enquanto a relação entre empregados e acionistas é o contrato implícito paradigmático, outros stakeholders alegadamente fariam investimentos similares nas firmas. Comunidades, por exemplo, muitas vezes se especializam em torno de uma determinada firma. A comunidade recebe uma variedade de serviços da firma, mas também fornece à firma infra-estrutura especializada, vantagens fiscais e outros benefícios.*

*A natureza de longo prazo da relação entre stakeholders e as sociedades força os stakeholders a confiar mais em contratos implícitos do que explícitos. A negociação é custosa, especialmente quando contingências futuras são difíceis de prever. Quanto mais longo é o termo contratual, mais custosa a negociação se torna. Contratos implícitos podem ser reajustados quando preciso, o que economiza custos de negociação às partes.*

*A natureza implícita desses contratos, entretanto, deixa os stakeholders vulneráveis a ações corporativas oportunistas. Os acionistas podem se proteger contra o oportunismo por meio de investimentos diversificados em outras sociedades. Por definição, o investimento do stakeholder em capital humano específico para a sociedade não é diversificável. A possibilidade do acionista sair a qualquer momento da sociedade por meio da venda de suas ações também o protege. Em contraste, o investimento específico do stakeholder em capital humano específico torna mais difícil para eles sair da firma em resposta a um comportamento oportunístico.*<sup>82</sup>

---

<sup>82</sup> BAINBRIDGE, Stephen M., Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes. *Pepperdine Law Review*, Vol. 19, P. 991-1025, 1992. Disponível at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=310261>, acessado em 12 de julho de 2010, p. 36/37. Tradução livre do autor. Versão original:

*“For a few contractarians, however, the nexus of the contracts model provides a theoretical basis for protecting nonshareholder interests. As the basic argument goes, many of the contracts making up the corporation are implicit and therefore judicially unenforceable. Some of these implicit contracts are intended to encourage stakeholders to make firm-specific investments. Consider an employee who invests considerable time and effort in learning how to do her job more effectively. Much of this knowledge will be specific to the firm for which she works. In some cases, this will be because other firms do not do comparable work. In others, it will be because her firm has a unique corporate culture. In either case, the longer she works for the firm, the more difficult it becomes for her to obtain a comparable position with some other firm.*

*An employee will invest in firm-specific human capital only if rewarded for doing so. An implicit contract thus comes into existence between employees and shareholders. On the one hand, employees promise to become more productive by investing in firm-specific human capital. They bond the performance of that promise by accepting long promotion ladders and compensation schemes that defer much of the return on their investment until the final years of their career. In return, shareholders promise job security.*

*While the employee-shareholder relationship is the paradigmatic implicit contract, other stakeholders supposedly make similar investments in firms. Communities, for example, often specialize around a given firm. The community receives a variety of services from the firm, but also provides the firm with a specialized infrastructure, tax breaks, and other benefits.*

*The long-term nature of the relationship between stakeholders and corporations forces the stakeholders to rely on implicit, rather than explicit, contracts. Bargaining is costly, especially where future contingencies are hard to predict. The longer the contractual term, the more costly bargaining becomes. Implicit contracts can be readjusted as needed and thus save all the parties bargaining costs.*

*The implicit nature of these contracts, however, leaves stakeholders vulnerable to opportunistic corporate actions. Shareholders can protect themselves against opportunism by holding a fully diversified portfolio. By definition, the stakeholder’s investment in firm-specific human capital is not diversifiable. The shareholders’ ready ability to exit the firm by selling their stock also protects them. In contrast, the stakeholder’s investment in firm-specific human capital also makes it more difficult for them to exit the firm in response to opportunistic behavior.”*

Boatright se posiciona no mesmo sentido, afirmando que a Teoria Contratualista não é necessariamente ligada a nenhuma das concepções sobre quais interesses devam ser atendidos na gestão da sociedade:

*“Em relação a esse argumento, deve ser observado, em primeiro lugar, que a teoria contratual não é logicamente amarrada a nenhum conjunto de direito aos acionistas, e, na verdade, é um equívoco considerar a teoria contratual como uma concepção da firma centrada nos interesses dos acionistas. Todos os grupos são livres para, por meio de negociação, tentar alcançar o controle da firma, e a sociedade pode ser de propriedade dos empregados, clientes ou qualquer outro grupo que detenha interesses ligados a ela. Assim, a Uniter Airlines (que pertence aos empregados), True Value Hardware (uma cooperativa de varejistas), e Ocean Spray (uma cooperativa de produtores) são todas firmas sujeitas à teoria do “nexus” de contratos, apesar de suas estruturas de propriedade diversas. Indivíduos com identidade de pensamento podem formar uma sociedade dedicada à caridade ou uma sociedade com fins lucrativos com um objetivo social. Sociedades em outros países, como Alemanha e Japão, diferem substancialmente de suas pares americanas, apesar de todas ainda serem um “nexus” de contratos. Logo, as grandes sociedades americanas com alta dispersão acionária são apenas uma das formas que o “nexus” de contratos pode assumir’.*<sup>83</sup>

E conclui:

*Para concluir, a teoria contratual ou do “nexus” de contrato fornece uma poderosa concepção normativa das sociedades modernas, especialmente em suas relações com os acionistas. A teoria é normativamente adequada, entretanto, somente se oferecer uma*

---

<sup>83</sup> Ob. cit., p. 1841-1842. Tradução livre do autor. Versão original:

*“With regard to this argument, it should be observed, first, that the contractual theory is not logically tied to any set of rights for shareholders, and, indeed, it is a misnomer to speak of the contractual theory itself as a stockholder-centered conception of the firm. All groups are free to bargain for control, and a corporation can be owned by employees, customers, suppliers, or any other constituency. Thus, United Airlines (employee owned), True Value Hardware (a retail store owners’ cooperative), and Ocean Spray (a producer-owned cooperative) are all nexus-of-contracts firms, despite their diverse ownership structures. Like-minded individuals can form a charitable nonprofit corporation or a for-profit corporation with a public service goal. Corporations in other countries, such as Germany and Japan, differ significantly from their American counterparts, while each still being a nexus-of-contracts. Thus, the large, publicly-held US corporation is merely one form that a nexus-of-contracts can take.*



*concepção justificada das relações da firma com todos aqueles que, de alguma forma, detém interesses em suas atividades. Os teóricos dos direitos dos stakeholders se opõem primordialmente à visão da sociedade centrada nos interesses dos acionistas, que seria sustentada na teoria contratual. Entretanto, a teoria em si não propõe uma visão nem focada nos interesses dos stakeholders nem nos interesses dos acionistas. Pelo contrário, ela justifica qualquer forma de organização econômica que é mutuamente aceitável a todas as partes em uma estrutura de “nexus” de contratos.*<sup>84</sup>

Concluimos, assim, que a Teoria Contratualista, longe de oferecer um modelo de Governança Corporativa, ou seja, uma teoria de como a sociedade deva ser gerida, diante da multiplicidade de interesses envolvidos, propõe um modelo “neutro”, que pode ser adotado tanto por defensores da *wealth maximization rule* quanto pelos defensores da gestão em prol dos *stakeholders*. Esse ponto – quais interesses devem ser atendidos na gestão da sociedade – é central em nosso estudo. Trata-se de discussão que representa verdadeiro divisor de águas, da qual resultam os dois grandes modelos de Governança Corporativa (que admitem variações diversas, ou sub-modelos<sup>85</sup>): o modelo focado na maximização dos ganhos dos acionistas e o modelo que defende o atendimento aos interesses de todos os *stakeholders* na gestão da sociedade, ainda que em detrimento do interesse dos acionistas. Passaremos a essa discussão nos próximos capítulos.

Porém, antes disso, faremos duas ressalvas, tão breves quanto importantes. A primeira consiste no foco a ser dado no presente estudo. Considerando que o objetivo do presente trabalho é analisar os modelos de Governança Corporativa aplicáveis à Sociedade de Economia Mista da forma como são reguladas pelo Direito brasileiro;

---

<sup>84</sup> Ob. cit., p. 1850. Tradução livre do autor. Versão original:

*“To conclude, the contractual or nexus-of-contracts theory provides a powerful normative account of the modern corporation, especially in its relation with shareholders. The theory is normatively adequate, however, only if it offers a justified account of a firm’s relations with all of its constituencies or stakeholder groups. Stakeholder theorists object primarily to the stockholder-centered conception of the corporation that is supported by the contractual theory. However, the theory itself does not entail either a stockholder or a stakeholder view. Rather, it justifies any form of economic organization that is mutually agreeable to all parties in a nexus-of-contracts.”*

<sup>85</sup> Por exemplo, o sistema de Governança Corporativa alemão, que garante grande participação dos empregados na gestão das companhias, e será abordado no Capítulo VII pode ser considerado como um sub-modelo ou variação do modelo de governança voltado ao atendimento dos stakeholders.

considerando que estas sociedades, como será visto posteriormente, necessariamente devem assumir a forma de sociedades por ações e considerando ainda que a separação entre propriedade e gestão, apesar de presente em sociedades dos mais variados portes e tipos, é muito mais comun em sociedades anônimas, cujo porte magnifica os problemas dela decorrentes, optaremos, a partir deste ponto, por focar nossa análise nesse tipo societário, analisando as questões sob a ótica das companhias, apesar de a grande maioria das conclusões a que chegarmos e ponderações que fizermos poderem ser aplicáveis a qualquer tipo societário.

Em decorrência dessa opção, passaremos a tratar os gestores das sociedades como administradores, expressão que engloba tanto os diretores como os conselheiros, nos termos do art. 145 da Lei de Sociedades Anônimas. A quase totalidade de nossas ponderações aplicam-se indistintamente aos conselheiros e diretores, quando os chamaremos genericamente de administradores. Entretanto, quando quisermos nos referir exclusivamente aos diretores ou membros do Conselho de Administração, isso será feito de forma expressa.

### CAPÍTULO III – A RESPONSABILIDADE SOCIAL

Antes de adentrarmos à discussão a respeito dos modelos de Governança Corporativa, trataremos preliminarmente de um ponto que consideramos relevante, qual seja, a responsabilidade social. Trata-se de conceito fluido e bastante em voga, cuja menção é obrigatória quando discutimos as obrigações da sociedade e os interesses a serem atendidos pela mesma na exploração de suas atividades.

Poucas questões têm sido tão energeticamente discutidas na atualidade como a responsabilidade social das sociedades empresárias. Vista como prática indissociável da chamada boa Governança Corporativa<sup>86</sup>, a responsabilidade social é a última moda entre os administradores de companhias abertas. É difícil encontrar uma sociedade que não possua alguma ação inserida em um programa de responsabilidade social. Muitas possuem setores corporativos inteiros dedicados a essas medidas.

Entretanto, a indefinição em relação ao que realmente seria a responsabilidade social de uma companhia é tão grande ou maior do que a disseminação, nos meios de comunicação e propagandas institucionais, da idéia de que não basta ganhar dinheiro, é preciso fazê-lo de forma socialmente responsável.

---

<sup>86</sup> O termo Governança Corporativa tem significado impreciso, e geralmente é ligado à forma como uma sociedade ou organização deva ser gerida, ou seja, quais as regras que devem pautar a atuação dos diversos agentes envolvidos com o seu funcionamento. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, organização criada para fomentar o estudo do tema, define a Governança Corporativa da seguinte maneira: “*Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade*”( disponível em <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>, acessado em 13 de janeiro de 2011). Assim, a Governança Corporativa é um conjunto de parâmetros de atuação daqueles envolvidos no funcionamento de uma sociedade sem que haja, *a priori*, a valoração dessa atuação, ou seja, trata-se simplesmente das regras (legais, convencionais ou mesmo morais) que definirão a forma de atuação desses agentes, que podem, obviamente ser boas ou ruins. Daí porque se fala em boas práticas de Governança Corporativa, em oposição às más práticas, ou seja, as regras indesejáveis de atuação dos agentes envolvidos com o funcionamento de uma organização.

Tendo em vista as variadas formas de definição dessas regras que pautarão a atuação dos agentes, é possível definir alguns modelos de Governança Corporativa, que são nada mais que um conjunto de regras de atuação desses agentes orientadas por um princípio comum. Por exemplo, o modelo de governança orientado para a maximização do retorno dos acionistas, no qual as regras orientadoras da atuação dos agentes são definidas de modo a maximizar o ganho dos acionistas. Trataremos mais dos modelos de Governança Corporativa em momento posterior do presente trabalho.

Mas em que, realmente, consistiria a responsabilidade social? Pesquisando diversos *sites* de organizações dedicadas à responsabilidade social<sup>87</sup>, verificamos que se trata de conceito extremamente fluido. Ao tratar de responsabilidade social, podemos encontrar menções à pluralidade, consistente na obrigação da sociedade de prestar contas não só a seus acionistas, mas também aos “*funcionários, à mídia, ao governo, ao setor não-governamental e ambiental e, por fim, às comunidades com que opera*”<sup>88</sup>. Com frequência, a responsabilidade social é ligada à obrigação de respeito ao meio ambiente (a chamada sustentabilidade), à diversidade (respeito a minorias) e à redução de desigualdades sociais, passando pelo combate ao trabalho escravo e infantil, e o combate à corrupção e sonegação de impostos.

O Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social, associação criada para difundir a responsabilidade social, a define nos seguintes termos:

*“Responsabilidade social empresarial é a forma de gestão que se define pela relação ética e transparente da empresa com todos os públicos com os quais ela se relaciona e pelo estabelecimento de metas empresariais que impulsionem o desenvolvimento sustentável da sociedade, preservando recursos ambientais e culturais para as gerações futuras, respeitando a diversidade e promovendo a redução das desigualdades sociais.”*<sup>89</sup>

Já a Comunidade Européia, em documento oficial, lança a seguinte definição:

*“A responsabilidade social das empresas é, essencialmente, um conceito segundo o qual as empresas decidem, numa base voluntária, contribuir para uma sociedade mais justa e para um ambiente mais limpo. Numa altura em que a União Europeia procura identificar os seus valores comuns através da adopção de uma Carta dos Direitos Fundamentais, são cada vez mais numerosas as empresas europeias que reconhecem de forma gradualmente mais explícita a responsabilidade social que lhes*

---

<sup>87</sup> Optamos por realizar a pesquisa em sites especializados por um motivo específico. Para a discussão que iremos travar a seguir, será de grande utilidade termos uma noção do que os administradores das sociedades entendem por responsabilidade social. Assim, a captação do que seja a noção “comum” de responsabilidade social no meio empresarial é, a nosso ver, necessária.

<sup>88</sup> [http://www.responsabilidadesocial.com/institucional/institucional\\_view.php?id=1](http://www.responsabilidadesocial.com/institucional/institucional_view.php?id=1), acessado em 9 de março de 2010

<sup>89</sup> [http://www1.ethos.org.br/EthosWeb/pt/29/o\\_que\\_e\\_rse/o\\_que\\_e\\_rse.aspx](http://www1.ethos.org.br/EthosWeb/pt/29/o_que_e_rse/o_que_e_rse.aspx), acessado em 09 de março de 2010

*cabe, considerando-a como parte da sua identidade. Esta responsabilidade manifesta-se em relação aos trabalhadores e, mais genericamente, em relação a todas as partes interessadas afectadas pela empresa e que, por seu turno, podem influenciar os seus resultados.”<sup>90</sup>*

Partindo das definições para exemplos práticos de responsabilidade social, nos deparamos com o seguinte:

*“Nesse sentido, as empresas que são responsáveis socialmente devem integrar-se à comunidade procurando contribuir, seja oferecendo ou patrocinando serviços. Eles podem ser como a manutenção de um praça, a adoção de um equipamento público para cuidar, oferecimento do espaço da empresa para realização de atividades educacionais, de lazer ou culturais. Pode ser manifestado ainda por meio da doação de verba para projetos sociais promovidos por terceiros.*

*Outra linha de atuação de uma empresa com Responsabilidade Social é exercendo suas atividades sem poluir o meio-ambiente, sem sonegar impostos e sem enganar o consumidor. Marcus Ioanoni lembra que as formas concretas de exercício da responsabilidade social são várias, mas o cerne da idéia está na ética pública, no respeito ao consumidor e ao ambiente e na ruptura com a prática empresarial puramente egoísta e de interesse próprio.”<sup>91</sup>*

Mas qual seria a definição científica de responsabilidade social? Na tese de doutoramento intitulada “Responsabilidade Social: Efeitos da atuação social na dinâmica empresarial”, Fernanda Gabriela Borger trata do instituto de forma muito próxima dos conceitos já transcritos:

*“Essa discussão reconhece que as empresas têm um papel social e político a desempenhar e os propósitos dos negócios vão além da maximização dos lucros e do cumprimento da legislação; enfatiza-se que é o mínimo esperado da conduta das*

---

<sup>90</sup>Livro Verde da Comunidade Européia, 2001, p. 4, disponível em [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/pt/com/2001/com2001\\_0366pt01.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/pt/com/2001/com2001_0366pt01.pdf), acessado em 09/03/2010

<sup>91</sup>[http://www.ressoar.org.br/conceito\\_responsabilidade\\_social.asp](http://www.ressoar.org.br/conceito_responsabilidade_social.asp), acessado em 09/03/2010

*empresas. Uma vez que a liberdade do mercado é fundamental para promover o bem-estar social, e o governo deve limitar a sua intervenção para alguns setores e proteger a concorrência, a atuação das empresas deve ser mais responsável, as questões sociais não podem ser consideradas como problemas exclusivos dos governos e a omissão das empresas não é uma postura condizente com a liberdade econômica e a desregulamentação e liberalização da economia implicam em maior responsabilidade das corporações.*

*Drucker (1999) é enfático no papel de liderança dos executivos na comunidade, ultrapassando os limites das organizações: ‘Leaders must learn to be leaders beyond the walls’. Considerando que a ideologia dominante nos anos 60 – de que o governo-Estado podia e devia cuidar dos problemas da comunidade- foi superada –pelas evidências de que os governos não podem tomar conta dos problemas da comunidade, e tampouco os negócios e o mercado livre podem tomar conta dos problemas da comunidade, mas, em parceria com a sociedade civil, representada pelo terceiro setor, compreendido pelas organizações comunitárias não lucrativas, as empresas devem se responsabilizar pelas soluções dos problemas da comunidade fornecendo os recursos materiais e o trabalho voluntário de seus colaboradores”<sup>92</sup>*

Ao tratar da função social da sociedade, prevista no art. 116 da Lei de Sociedades Anônimas – e também no art. 154 da mesma lei-, Marco Vinício Chein Feres, em dissertação de mestrado intitulada *Função Social da Empresa e Internacionalização*<sup>93</sup>, às fl. 36/45, menciona basicamente os mesmos aspectos já citados ao abordamos a responsabilidade social: satisfação das necessidades sociais; respeito à justiça social e dignidade da pessoa humana; promoção da qualidade de vida de seus trabalhadores, “*possibilitando-lhes progredir socialmente e economicamente*”; respeito ao consumidor com o oferecimento de produtos e serviços seguros e de qualidade; respeito aos princípios da livre iniciativa e livre concorrência; respeito ao meio ambiente; inserção do trabalhador no resultado da produção – participação nos lucros- e

---

<sup>92</sup> BORGER, Fernanda Gabriela. *Responsabilidade Social: Efeitos da atuação social na dinâmica empresarial*, tese de doutoramento defendida perante o Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2001, p. 23.

<sup>93</sup> FERES, Marcos Vinício Chein.. *Função Social da Empresa e Internacionalização*, Dissertação de Mestrado, Orientadora: Prof<sup>a</sup> Isabel Vaz, BH, 1999, FDUFG.

na gestão da sociedade; exploração de atividade econômica “*de acordo com as necessidades sociais*”, dentre outros.

O que percebemos é que o conceito de responsabilidade social das sociedades empresárias– cuja manifestação no Direito Societário se dá na chamada função social da empresa, corolário do princípio constitucional da função social da propriedade– é extremamente fluido<sup>94</sup>, e pode abarcar desde o cumprimento de determinações legais – como normais ambientais– até a adoção de procedimentos meramente facultativos, como a concessão aos empregados de participação nos lucros da sociedade e em sua gestão, passando por medidas absolutamente subjetivas, como atuação alinhada às “*necessidades sociais*”.

Por outro lado, verificamos que não há um conceito exclusivamente jurídico de responsabilidade ou função social da sociedade. Os autores que tratam do tema adotam conceitos semelhantes àqueles normalmente defendidos nas publicações e sites “*não jurídicos*” dedicados ao tema. Em verdade, trata-se de conceito aberto, cuja delimitação depende da atuação do intérprete, o que pode gerar enormes dificuldades na sua aplicação prática, como será abordado à frente. A principal delas reside na liberdade quase absoluta dada aos gestores da sociedade. Tendo em vista a indefinição no conceito de função social, virtualmente qualquer ação poderia ser validamente justificada sob sua bandeira – ainda que o maior ou único beneficiado seja o próprio administrador.

---

<sup>94</sup> Recentemente, foi editada pela organização ISO – International Organization for Standardization, uma norma específica sobre responsabilidade social, a chamada ISO 26000. Trata-se de documento que reúne orientações a respeito de práticas empresariais socialmente responsáveis, e que reflete a enorme amplitude e indefinição conceitual do que exatamente seria a responsabilidade social. Segundo reportagem do Jornal Folha de São Paulo, publicada em 14 de dezembro de 2010, seria socialmente responsável a organização que: “*Contribua para o desenvolvimento sustentável, inclusive a saúde e o bem-estar da sociedade; leve em consideração as expectativas das partes interessadas, esteja em conformidade com a legislação aplicável e seja consistente com as normas internacionais de comportamento e esteja integrada em toda a organização e seja praticada em suas relações*”. Percebe-se, portanto, a subjetividade do conceito, que abarca desde o atendimento a interesses dos mais subjetivos, como o “*o bem-estar da sociedade*” até o cumprimento da legislação, que não é exclusividade das “socialmente responsáveis”, mas sim de todas as pessoas físicas e jurídicas. Por outro lado, a reportagem informa que, diferentemente das demais normas editadas pela organização mencionada, a ISO 26000 não é “certificável”, ou seja, a ISO não atesta o cumprimento pelas empresas dessa norma, o que, para nós, consiste em evidência irrefutável da extrema subjetividade do conceito de responsabilidade social, que, na prática, não pode ter seu cumprimento atestado.

Finalmente, verificamos que a noção corrente de responsabilidade ou função social pode ser entendida como manifestação da teoria que defende a gestão da sociedade no interesse dos *stakeholders*. Todos os exemplos de responsabilidade social citados, de uma forma ou de outra, representam o atendimento aos interesses de um *stakeholder* em particular. Na verdade, a questão por trás da discussão acerca da responsabilidade ou função social da sociedade é a seguinte: quais os interesses que devem nortear a atuação de uma sociedade? O interesse exclusivo dos acionistas ou, mais amplamente, o interesses desses e dos *stakeholders*? Passaremos a abordar essa questão.



## CAPÍTULO IV – EXPLORAÇÃO COLETIVA DA ATIVIDADE ECONÔMICA NA HISTÓRIA

Tradicionalmente, a sociedade sempre foi vista como um ente a serviço exclusivo do enriquecimento de seus sócios. A fim de subsidiar nossa discussão, faremos um recorte histórico a respeito das sociedades e, de forma mais ampla, da exploração coletiva da atividade econômica.

Os professores Henry Hansmann, Reinier Kraakman e Richard Squire, das Universidades de Yale (Hansmann e Squire) e Harvard (Kraakman), tratam do tema no artigo *Law and the rise of the firm*<sup>95</sup>. Os autores abordam como a exploração coletiva da atividade econômica se deu na História sob a ótica do que eles chamam de “*entity shielding*”, ou seja, a proteção aos bens de uma “entidade” contra dívidas de seus membros, em contraposição à ótica tradicional, que ressalta a importância da proteção ao patrimônio dos membros contra dívidas da “entidade”.

Antes, porém, é necessário fazer uma ressalva a respeito do que os autores consideram uma *entity*. Trata-se de instituto que não possui correspondência exata no Direito brasileiro. Aproxima-se bastante das pessoas jurídicas em alguns casos e dos entes despersonalizados em outros; porém, sem com eles coincidir. Na literatura jurídica americana, uma *entity* é uma organização com existência própria distinta de seus membros, mas sem necessariamente contar com todas as características que decorrem da personalização no Direito brasileiro – autonomia patrimonial, processual e negocial. Não há, assim, no Direito americano uma definição exaustiva do que seriam as *entities* como existe no Direito brasileiro em relação às pessoas jurídicas<sup>96</sup>. Na verdade, os autores se alongam em discussões a respeito da natureza de determinadas formas de organização econômicas previstas no Direito americano, a fim de definir se seriam ou não *entities*<sup>97</sup>.

---

<sup>95</sup> Hansmann, Henry; Kraakman, Reinier; Squire, Richard. *Law and the Rise of the Firm*, 119 Harv. L. Rev. 1335 (2005-2006)

<sup>96</sup> Vide art. 44 do Código Civil Brasileiro.

Não cabe, nesse trabalho, determo-nos nessa questão, mas apenas ressaltar que o recorte histórico das *entities* realizado por Hansmann, Kraakman e Squire abordará desde institutos jurídicos que poderiam ser caracterizados como sociedades no Direito brasileiro até situações onde as relações entre os sujeitos são eminentemente contratuais. O que importa para os autores é a exploração conjunta da atividade econômica e como ela se organizou na História. Assim, diante da ausência de instituto jurídico brasileiro correspondente às *entities*, utilizaremos a expressão americana ou sua tradução livre, qual seja, “entidade”, que, como já dito, não consiste em um instituto jurídico delimitado.

Devemos ressaltar também as enormes dificuldades envolvidas com a classificação de institutos jurídicos históricos de acordo com critérios atuais. Por exemplo, apontar com segurança se determinada forma de organização destinada à exploração da atividade econômica no passado consistiria ou não em uma sociedade como nós a atualmente concebemos- o que dependeria da definição acerca de sua personalização- é tarefa árdua, uma vez que, para ser levada a cabo com sucesso, demandaria uma série de informações que muitas vezes não estão disponíveis: essa entidade consistiria em um ente independente daqueles que a instituíram e a geriam? Este ente tinha capacidade de ser titular de patrimônio autônomo? Podia negociar em nome próprio? Em caso de uma pretensão resistida, podia acionar o Judiciário na defesa de seus próprios direitos?

---

<sup>97</sup> A título de exemplo, discussão a respeito da natureza das LLC – Limited Liability Company: “*Existem algumas questões relacionadas a classificação das LLC como entidades distintas ou meramente como um agregado de membros individuais. A caracterização das partnerships como entidades não é tranquila. O UPA não define explicitamente as partnerships, e contém características tanto de “agregados”, como a possibilidade de dissolução por vontade dos sócios, como características de entidades, como o poder de deter propriedade em nome próprio. Da mesma forma, as LLC não são explicitamente definidas nas leis que as regulam. Isso pode gerar a mesma confusão que ocorreu com as partnerships, onde os Tribunais decidem se elas seriam entidades ou “agregados” com base em outros aspectos. Em particular, não é claro se a propriedade da LLC é detida diretamente pelas mesmas ou se, como no caso das general partnerships, os membros da LLC é que tecnicamente são os donos da propriedade.*” Extraído de Keatinge, Robert R., Ribstein, Larry E., Hamill, Susan Pace, Gravelle, Michael L. and Connaughton, Sharon, *The Limited Liability Company: A Study of the Emerging Entity*. Business Lawyer, Vol. 47, p. 375, 1992. Tradução livre do autor. Versão original:

“*Some question exists as to whether an LLC should be considered a separate entity or merely an aggregate of individual members. Entity characterization of partnerships is far from certain. The UPA does not explicitly characterize the partnership, and contains both aggregate features, such as the technical dissolution upon disassociation of a partner, and entity features, such as the partnership’s power to take title to property. LLCs similarly are not explicitly characterized under most LLC statutes. This may cause the same confusion that has occurred in partnership cases, where the courts choose to characterize the firm as an aggregate or entity based upon other issues. In particular, it is not clear whether property of the LLC is owned in all respects directly by the LLC, or whether, as in a general partnership, the LLC’s members are technically the property owners.*”

A fim de ilustrar as dificuldades envolvidas com a caracterização de uma *entity* como sendo – ou não- uma pessoa jurídica, vejamos a classificação dos tipos de sociedade adotada por Brunetti, com base no critério da titularidade patrimonial social:

*No desenvolvimento histórico, sobre a titularidade do patrimônio social podem se distinguir três grupos:*

- a) *A sociedade do tipo romano, em que os sócios são coproprietários por cotas distintas;*
- b) *A sociedade de tipo coletivo (que chamaremos de germânica), que os sócios possuem direitos comuns, o que explica a mais ou menos intensa autonomia patrimonial;*
- c) *A sociedade-pessoa jurídica, titular, em nome próprio, do patrimônio*<sup>98</sup>

Verificamos que Brunetti adota uma classificação histórica tripartite das sociedades, sendo que nas duas primeiras (romanas e germânicas), o patrimônio social é detido pelos sócios e, somente na última (paradoxalmente chamada de “sociedade-pessoa jurídica”), a sociedade é a detentora do patrimônio em nome próprio. O paradoxo de tal classificação, tomando por base nosso Direito vigente, é óbvio: qualifica-se uma das espécies de sociedade em razão de uma característica imprescindível à própria existência de uma sociedade. Em outras palavras, define-se um dos tipos de sociedade como sendo a “sociedade-pessoa jurídica”, apta a deter patrimônio em nome próprio, quando, pelo Direito brasileiro vigente, para ser considerada como uma pessoa jurídica (e toda sociedade é uma pessoa jurídica), a *entity* deve necessariamente possuir autonomia patrimonial. O que Brunetti chamou de sociedades romanas e germânicas não são, para o Direito brasileiro atual, sociedades,

---

<sup>98</sup> Ob. cit. p. 22. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Em el desarrollo histórico, sobre la titularidad del patrimonio social pueden distinguirse tres grupos:*

- a) *La sociedad de tipo romano, em la que los socios son copropietarios por cuotas distintas.*
- b) *La sociedad de tipo colectivo (que llamaremos germánico) que afecta em común a todos los socios, lo que explica la más o menos intensa, autonomía patrimonial.*
- a) *La sociedad-persona jurídica, titular, em nombre próprio, del patrimonio.”*

uma vez que essas necessariamente devem possuir personalidade jurídica, sendo automaticamente dotadas, dessa forma, de autonomia patrimonial<sup>99</sup>. As peculiaridades de sistemas jurídicos diversos e momentos históricos diferentes tornam extremamente difícil a aplicação de critérios jurídicos locais e atuais a institutos jurídicos oriundos de outras épocas ou outros sistemas jurídicos.

Assim, ao tratar das diferentes estruturas jurídicas utilizadas no passado, nos absteremos de classificá-las, de forma terminativa, como pessoas jurídicas ou sociedades. Por uma medida de coerência, também não nos utilizaremos, como fazem muitos autores, dessas expressões – pessoas jurídicas e sociedades- para nos referirmos a essas entidades históricas, exceto quando pudermos afirmar que preenchem os requisitos para serem classificadas como tal. Em nossa opinião, trata-se de mais um motivo para nos utilizarmos da expressão “*entity*”.

---

<sup>99</sup> Poder-se-ia argumentar que a sociedade chamada de “em comum”, prevista nos art. 986 a 990, seria uma espécie de sociedade não personificada. Entretanto, discordamos veementemente de tal assertiva. A sociedade “em comum”, eufemismo legal que caracteriza a sociedade irregular, não pode, ao nosso ver, ser tratada como uma sociedade. As normas legais que cuidam da sociedade em comum, na verdade, fixam regras extraordinárias que visam tutelar direitos dos terceiros de boa-fé que negociam com um grupo de pessoas na crença de que estariam negociando com uma sociedade regular, situação que, apesar de comum, não pode ser considerada normal. Sobre o tema, Frederico A. Monte Simionato, na ob. cit., à fl. 105/109:

*“A lei sempre procurou coibir e impedir, via sanções, a existência de sociedade de fato ou irregular, e nisso fez acertado. Parece que o Código Civil busca aceitar a existência dessas sociedades e regrá-las minimamente, para lhe dar solução jurídica. Tal interpretação se pode deduzir dos arts. 989 e 990 do Código. Assim, enquanto não registrada, qualquer sociedade fica sob a égide da disciplina da sociedade em comum, excluídas aquelas do art. 986 do Código. O correto é instituir a sociedade e lhe dar funcionamento empresarial, e não o contrário. Se tal fato ocorrer, impera a referida disciplina, porque os sócios estarão em comum, sem as regras especiais de cada tipo societário.*

...

*De irregular ou de fato se transformou em sociedade em comum, ou seja, quase que um tipo societário. Não me parece acertada essa política legislativa e bom era ver essa reunião de pessoas com algo irregular ou de fato, com sanções.*

*Contudo, o legislador as denominou de sociedades em comum, o que é um contra-senso. O termo comum faz entender que os bens e os sócios estão em comunhão de bens ou de interesses, o que confronta, totalmente, com a noção de sociedade.”*

Somos da opinião de que, apesar de as regras da sociedade em comum a aproximarem em alguns casos de um verdadeiro tipo societário, trata-se inegavelmente de um conjunto de regras destinadas a tutelar uma situação irregular e excepcional, ainda que o legislador faça menção à “sociedade em comum” que, em nossa opinião, sociedade não é, posto que destituída de personalidade jurídica.

Em relação à chamada sociedade em conta de participação, apesar da letra da lei, tecnicamente esta não pode ser considerada como uma sociedade, sendo muito mais um contrato de investimento do que uma *entity* destinada a explorar determinada atividade econômica. Ora, não tendo nome (razão ou denominação social), capacidade de deter patrimônio, participar de negócios jurídicos ou figurar em juízo ativa ou passivamente, não vemos como pode ser considerada tecnicamente como uma sociedade, se não em razão de uma duvidosa política legislativa. Simionato, na obra citada, explica que a doutrina italiana, no sentido por nós defendido, não considera a “*associação em participação*” – análoga à sociedade em conta de participação brasileira- como tendo natureza societária.

Como dito, os autores focam seu estudo em um aspecto interessante e pouco estudado, qual seja, a importância das regras que dão proteção ao patrimônio das *entities* contra os credores dos seus integrantes e contra os próprios integrantes (os autores chamam essa regra de *entity shielding*, ou seja, proteção ou “blindagem” das *entities*), em contraposição à noção corrente de que a regra de maior importância no desenvolvimento das formas de exploração conjunta de atividades econômicas foi aquela segundo a qual os integrantes (por exemplo, sócios de uma sociedade) não podem ser responsabilizados por dívidas da *entity* (no caso, a sociedade). Os autores pretendem demonstrar que, no curso da História, o custo envolvido com a proteção das *entities* variou bastante, o que teria sido determinante para a popularização ou não de determinadas espécies delas.

Dentro do conceito de proteção das *entities* estão englobadas tanto a proteção contra os credores dos integrantes que, em muitas situações não podem alcançar o patrimônio da *entity* (como os credores dos sócios de uma sociedade), quanto a proteção do patrimônio contra os próprios integrantes, isso é, a vedação à dissolução da entidade com a liquidação dos ativos.

Para os autores, a proteção ao patrimônio das *entities* teria uma importância histórica maior do que a regra “inversa”, que protege os integrantes das dívidas da sociedade, geralmente em caso de insucesso da atividade empresarial. É corrente o entendimento de que essa última regra possibilitou o desenvolvimento de atividades econômicas arriscadas, ao dar aos investidores a possibilidade de limitar suas perdas ao montante investido no negócio. Entretanto, os autores argumentam que essa proteção pode ser contratualmente obtida, enquanto a obtenção da proteção à *entity* por meio contratual é praticamente inviável, o que justificaria a tese segundo a qual o desenvolvimento das diversas espécies de *entities* na História teve mais relevância ao possibilitar a proteção ao patrimônio das mesmas contra os integrantes e seus credores do que o contrário.

A tese é a seguinte: a proteção ao patrimônio das *entities* gera um aumento do custo de crédito dos seus integrantes (por exemplo, em um regime jurídico onde os sócios não podem requerer a dissolução da sociedade e os credores não possuem meios

de receber qualquer valor decorrente da participação do devedor em uma sociedade, a única garantia de crédito é o patrimônio pessoal, o que, obviamente, gera um risco maior do que a situação onde o credor possua como garantia, além do patrimônio pessoal do devedor, a parcela correspondente à participação do devedor em uma sociedade. Havendo maior risco, o custo dos empréstimos seria superior), e uma redução do custo de crédito da entidade (no exemplo dado, como a sociedade não pode ser responsabilizada pelas dívidas dos sócios, o risco de seus credores é menor, o que a beneficia diretamente e todos os seus sócios indiretamente). Assim, sendo uma medida que prejudica aquele que a toma em benefício de terceiros, a tendência é que a proteção ao patrimônio das *entities* não seja contratada. O sócio que, ao contrair um empréstimo, insere cláusula que limita a possibilidade de o credor alcançar o patrimônio da sociedade de que ele é sócio, arcará com a integralidade do custo decorrente do aumento do risco de seu credor e somente com uma fração dos ganhos (decorrente de sua parcela nos ganhos que a sociedade tiver com a redução do custo de seus empréstimos). Por outro lado, existe o problema do monitoramento: é praticamente impossível que um integrante da entidade saiba se os demais estão ou não inserindo cláusulas protetivas do patrimônio da entidade nos negócios particulares que celebram, existindo, assim, o risco do integrante assumir o aumento do custo decorrente da contratualização dessa regra e ainda arcar com os prejuízos decorrentes da ausência de adoção de medida semelhante por outro integrante<sup>100</sup>.

Já a contratualização da proteção aos integrantes contra dívidas da entidade é mais viável, uma vez que depende da inclusão de cláusula pela própria entidade nos contratos em que for parte (não há o problema de monitoramento), e o custo decorrente do aumento do risco dos credores da entidade é arcado diretamente pela mesma e indiretamente por todos os integrantes, na proporção de sua participação. Não há, assim, o problema da assimetria e o incentivo para a “trapaça” que existe na contratualização da proteção à entidade.

---

<sup>100</sup> Ainda que os credores do integrante da *entity* só possam alcançar parcela do patrimônio proporcional à participação do mesmo há prejuízos aos demais integrantes, tendo em vista que a liquidação da participação gera perda da mais-valia decorrente da organização produtiva dos ativos, chama por alguns autores de *azienda*.

Em suma, os problemas com a contratualização da proteção à *entity* são evidentes, razão pela qual os autores defendem que somente por meio da lei é que essa proteção poderia ser validamente instituída, o que difere da proteção aos integrantes da entidade contra dívidas desta, que poderia ser validamente instituída por meio contratual sem maiores problemas. Isso leva à conclusão de *Hansmann et al* de que, historicamente, o surgimento das entidades e de seu regime jurídico próprio teve mais relevância no que concerne à instituição de regras legais para a proteção da propriedade alocada em um empreendimento empresarial conjunto – que não poderiam ser satisfatoriamente obtidas por meio contratual- do que para a proteção do patrimônio dos empreendedores contra o insucesso da atividade.

A par das maiores dificuldades envolvendo a contratualização da proteção às entidades, os Henry Hansmann, Reinier Kraakman e Richard Squire apontam as vantagens que essa regra impõe ao exercício da atividade econômica pelas entidades:

a) Redução do risco de crédito para as entidades – sem a regra de proteção às *entities*, elas estão sujeitas a responder pelas dívidas dos seus integrantes, o que eleva o seu custo de crédito (das entidades), em razão do maior risco de inadimplemento;

b) Redução dos custos de falência – sem a regra de proteção às *entities*, os credores de seus integrantes, em caso de falência da entidade, devem necessariamente ser chamados para participar do rateio dos seus ativos, em detrimento, muitas vezes, dos credores da própria entidade. Além disso, elevar o risco de crédito – e conseqüentemente o seu custo- eleva também o custo e a complexidade do procedimento falimentar em razão do maior número de credores, refletindo, mais uma vez, no aumento do custo de crédito das entidades;<sup>101</sup>

---

<sup>101</sup> Em ambos os casos, se ausente a regra que garante a proteção aos integrantes da entidade contra dívidas desta, os credores da entidade teriam que concorrer não apenas com os credores pessoais dos integrantes da entidade, mas também com os credores de outras entidades às quais os mesmos pertençam, o que eleva exponencialmente o custo dos empréstimos, em razão do maior do risco de crédito e dos custos dos procedimentos falimentares. Por exemplo, no caso de ausência de ambas as regras de proteção, os credores da sociedade A, que possui como sócios B e C, concorreriam com os credores pessoais de B e C, mas também com os credores das sociedades D e E, das quais B e C também são sócios.

c) Preservação do valor do estabelecimento comercial – sabidamente, o estabelecimento comercial, caracterizado como o conjunto de bens organizados para o exercício da empresa possui valor que não corresponde à simples soma do valor individual dos bens que o integram. A possibilidade de os credores pessoais ou de os próprios integrantes da entidade pleitearem a liquidação parcial dos ativos a qualquer momento compromete a integridade patrimonial da entidade, que pode ter o valor de seu estabelecimento comercial reduzido em montante superior ao retirado por um dos integrantes ou seus credores, em razão da desmobilização dos bens que o integravam. Isso, segundo os autores, incentiva os integrantes da entidade a se adiantarem e pleitearem a liquidação parcial da mesma antes dos demais. Em tese, o primeiro a pleitear a liquidação parcial – seja diretamente seja por meio do inadimplemento de dívidas pessoais, o que enseja o pedido de liquidação pelos credores – se protegerá contra os prejuízos decorrentes da liquidação parcial por iniciativa dos demais integrantes.

d) Incentivo à diversificação de investimentos, acumulação de riquezas e transferibilidade de participações – a proteção da entidade contra dívidas de seus integrantes permite que qualquer pessoa possa se tornar integrante da mesma entidade que outra, sem se preocupar com as suas dívidas pessoais, uma vez que não há possibilidade da entidade vir a ser prejudicada em razão das mesmas, incentivando, assim, a diversificação de investimentos.

Os autores apontam também os custos envolvidos com as regras de proteção às entidades, que, basicamente, se relacionam ao oportunismo – incentivo para ações fraudulentas, mediante a transferência de patrimônio para sociedades a fim de fraudar credores – e a iliquidez – os integrantes, sem poder liquidar sua participação a qualquer momento, encontram-se “presos” naquela entidade, tendo como única opção a alienação de sua participação a terceiros, o que, por sua vez, depende de um mercado ativo, muitas vezes inexistente. Finalmente, os autores apontam como consequência negativa da regra de proteção aos integrantes a redução do poder dos detentores de participações minoritárias. A possibilidade de liquidação de sua participação a qualquer momento é forma de pressão sobre os detentores das participações majoritárias, em razão da possibilidade da redução do valor do estabelecimento comercial, como já visto. Sem a



possibilidade de liquidação, os minoritários perdem uma das poucas formas de pressão que possuem contra os majoritários.

Interessante mencionar que, com base nessas considerações a respeito da proteção ao patrimônio das entidades contra seus integrantes e seus credores, podemos concluir que as sociedades limitadas, diferentemente das anônimas, não possuem efetiva proteção contra seus sócios ou seus credores. Os sócios de limitadas contratadas por prazo indeterminado<sup>102</sup>, nos termos do art. 1029 do Código Civil podem pleitear a liquidação de seus ativos a qualquer tempo, mediante simples notificação imotivada, com antecedência de sessenta dias. Da mesma forma, seus credores, nos termos do art. 1026 do mesmo diploma, podem pleitear, desde que ausentes outros bens, a liquidação das suas cotas ou a penhora dos lucros que lhe tocarem. Não há, como seria de se esperar, sequer uma ordem de preferência, onde a liquidação seria autorizada somente na insuficiência dos lucros, apesar dessa poder ser defendida com base no princípio da preservação da empresa e da menor onerosidade da execução para o devedor, prevista no art. 620 do Código de Processo Civil.

Já as sociedades anônimas possuem proteção significativa contra as dívidas de seus sócios e a liquidação por iniciativa desses últimos. O exercício do direito de retirada nas sociedades anônimas é sempre motivado, e depende da inexistência de uma alternativa menos gravosa para a sociedade, como a venda pelo acionista no caso de ações que contem com significativa liquidez, prevista no art. 137, II da Lei 6.404/76.<sup>103</sup> Da mesma forma, os credores dos acionistas podem livremente penhorar as suas ações ou os lucros dela advindos, não possuindo, entretanto, autorização legal para pleitearem

---

<sup>102</sup> Ainda que contratada por prazo determinado, os sócios de uma limitada não possuem segurança em relação à manutenção dos valores investidos por parte dos demais, tendo em vista que a liquidação parcial pode ser autorizada judicialmente, mediante reconhecimento de justa causa.

<sup>103</sup> Apesar do disposto no art. 137 da Lei de Sociedades Anônimas, o Superior Tribunal de Justiça vem decidindo pela possibilidade de dissolução parcial de sociedade anônima fechada nos moldes de uma sociedade limitada, quando se tratar de sociedade familiar e se quebrar a *affectio societatis*. No AgRg no REsp 1079763/SP, o Min. Aldir Passarinho Junior decidiu: “A 2ª Seção, quando do julgamento do EREsp n. 111.294/PR (Rel. Min. Castro Filho, por maioria, DJU de 10.09.2007), adotou o entendimento de que é possível a dissolução parcial de sociedade anônima familiar quando houver quebra da *affectio societatis*.”

a liquidação da participação do acionista, como autoriza o art. 1026 do Código Civil no caso das limitadas.<sup>104</sup>

Concluímos, assim, que o regime jurídico das sociedades limitadas não oferece proteção relevante ao patrimônio dessas sociedades contra credores de seus sócios ou contra a iniciativa de dissolução por parte desses últimos. Diante das evidências de que essa proteção é um dado positivo, incentivando o exercício das atividades econômicas por meio da redução do custo de crédito dentre outros aspectos, poder-se-ia pensar na possibilidade de alteração legislativa a fim de fortalecer a autonomia patrimonial das limitadas, reduzindo as hipóteses de liquidação por iniciativa dos sócios e seus credores. Entretanto, trata-se de questão que merece estudo próprio e aprofundado, e que se afasta do objetivo de nosso trabalho.

Ultrapassadas as questões gerais atinentes à proteção da entidade contra dívidas de seus sócios e a liquidação por iniciativa desses, passaremos ao recorte histórico, onde Hansmann, Kraakman e Squire tratam das formas de exploração coletiva das atividades econômicas em quatro momentos históricos distintos: Roma antiga, Itália medieval, Inglaterra moderna e os EUA contemporâneo.

Na Roma antiga, a exploração conjunta da atividade econômica, segundo os autores, se dava por meio de três entidades distintas: a *societas*, o *peculium* e a *societas publicanorum*.

A *societas* consistia na forma mais simples de atuação empresarial coletiva. Por meio desta, dois ou mais cidadãos se uniam para explorar determinada atividade econômica conjuntamente. Entretanto, tratava-se de forma bastante rudimentar de organização. Não havia a possibilidade de representação, isso é, para que os integrantes se obrigassem por algum negócio feito no âmbito da *societas*, era necessário que tivessem intervindo diretamente. Não havia distinção entre os bens destes e da *societas*, e, conseqüentemente, inexistia qualquer regra de proteção ao patrimônio da entidade – os integrantes podiam reaver os valores investidos a qualquer momento, e seus credores

---

<sup>104</sup> Entretanto, nada, em tese, impede que o Judiciário, analogamente ao posicionamento de permitir a dissolução parcial de sociedade anônima fechada, também autorize a liquidação da participação do acionista dessas sociedades por iniciativa de seus credores.

poderiam satisfazer seu crédito com o patrimônio da *societas*, proporcionalmente à participação de cada integrante no empreendimento – ou de limitação de responsabilidade – as dívidas oriundas da *societas* podiam ser livremente cobradas dos sócios.

Sobre o funcionamento da *societas* romana, discorre Brunetti:

*“Poderia se dizer que se tratava de uma comunidade qualificada pelo fim de repartir lucros. Ainda se o vínculo fosse mais intenso, não se negava a constituição de um núcleo patrimonial autônomo, que se limitava a operar no campo das obrigações particulares dos sócios, se fossem positivas, como na administração da coisa comum, ou negativas, como em que se refere à abstenção da prática de toda atividade que se oponha ao objetivo comum. Não restavam obrigações à sociedade, que era um mero conjunto de sócios. O sócio que não cumpria seus deveres estava obrigado a ressarcir o dano aos demais (actio pro socio), e todo ato, inclusive realizado no interesses social, repercutia em todo o patrimônio do sócio que o havia realizado. Precisamente por isso se dizia que nemo societatem contrahendo rei suae dominus esse desinit, ou seja, pela estrutura da relação, o conceito de societas se uniu ao de comunhão, e no que concerne terceiros, os integrantes se designavam, cada um por sua parte, como domini, entre eles se chamavam genericamente socii.*

...

*A societas romana era um contrato que produzia apenas um vínculo obrigacional entre os sócios pelas suas contribuições, a divisão dos lucros e a liquidação em caso de dissolução. Esse vínculo era interno, não existia uma sociedade que fosse titular de direitos. Cada um dos sócios era proprietário dos bens, credor do ativo e devedor pelas obrigações sociais. A responsabilidade dos sócios em relação a terceiros era independente da sua participação na sociedade. O que o sócio adquiria passava a sua propriedade, exceto a obrigação de comunicá-lo com os demais, isso é de deter a coisa em condomínio. Assim, se um sócio, como consequência de um negócio realizado pela sociedade, sofria uma perda, esta era também sua, da mesma maneira que se o negócio houve se realizado em seu particular interesses. Quando com os meios necessários se formava um caixa comum esse servia apenas para simplificar as contas, porém o patrimônio permanecia em condomínio dos sócios, cada um detinha uma parte que podia alienar e ser alcançada por seus credores. Se entende que dessa forma*

*estava excluída a idéia de um sujeito distinto, os sócios eram individualmente titulares do patrimônio.”*<sup>105</sup>

Dessas características, podemos concluir que a *societas*, apesar do nome, não poderia ser caracterizada como uma pessoa jurídica pelos critérios atuais, posto que não possuía existência ou patrimônio próprios. Não consideramos correta, assim, a referência à mesma como uma sociedade e a seus membros como sócios. Todos os atos eram praticados pessoalmente por seus integrantes, que respondiam com seu patrimônio em caso de insucesso. Em razão da fragilidade da estrutura que oferecia, a *societas* usualmente contava com pequeno número de integrantes.

Os autores apontam que o *peculium* possuía maior importância econômica, em razão de características que o tornavam mais atrativas do que a *societas* aos empreendedores. Neste, um cidadão alocava parcela de seu patrimônio em um empreendimento que seria administrado por um escravo ou pelo seu filho. Os lucros decorrentes dessa atividade eram divididos entre o cidadão e o gestor do empreendimento – no caso de ser um escravo, este poderia comprar sua liberdade em caso de sucesso. Diferentemente da *societas*, o *peculium* garantia limitação da responsabilidade: em caso de insucesso, os credores do *peculium* poderiam responsabilizar o proprietário dos bens somente até o limite investido no *peculium* e dos

---

<sup>105</sup> Ob. cit. p. 21/22. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Se podría decir que se trataba de una comunidad calificada por el fin de repartir una ganancia. Incluso si el vínculo era más intenso, no se llegaba a la constitución de un núcleo patrimonial autónomo, limitándose a operar en el campo de las obligaciones particulares recíprocas de los socios, ya fuesen positivas, como en la administración de la cosa común, ya negativas, como en lo que se refiere a la abstención de toda actividad opuesta al objetivo común. No subsistían obligaciones hacia la sociedad como conjunto de socios. El socio que no cumplía sus deberes estaba obligado a resarcir el daño a los demás (actio pro socio), y todo acto, incluso realizado en interés social, repercutía en el patrimonio del socio que lo había realizado. Precisamente por eso se decía que nemo societatem contrahendo rei suae dominus esse desinit, con lo que, por la estructura de la relación, el concepto de societas se unió al de communio y si, con respecto a terceros, los comuneros se designaban, cada uno por su parte, como domini, entre ellos se llamaban genéricamente socii.*

...

*La societas romana era un contrato que producía solamente un vínculo obligatorio entre los socios por la prestación de sus aportaciones, el reparto de las ganancias y la liquidación en caso de disolución. El vínculo era interno; no existía en lo externo una sociedad que fuese titular de derechos. Cada uno de los socios era propietario de los bienes, acreedor del activo, deudor por las obligaciones sociales. La responsabilidad de los socios respecto a los terceros era independiente de la pertenencia a la sociedad. Lo que el socio adquiría pasaba a su propiedad, salvo la obligación de comunicarlo a los demás, esto es, de hacer de tal cosa misma la tradición en condominio. Así, si un socio, como consecuencia de un negocio realizado por la sociedad, sufría una pérdida, ésta era también suya, de la misma manera que si el negocio se hubiera realizado en su particular interés. Cuando con los medios necesarios se formaba una arca communis servía solo para la simplificación de las cuentas, pero el patrimonio quedaba en condominio de los socios; cada uno de ellos tenía una parte que podía enajenar y ser presa de sus acreedores. Se comprende que con ello estaba excluída la idea del sujeto distinto; los socios eran individualmente titulares del patrimonio.”*

lucros por este gerados, desde que o proprietário efetivamente não estivesse envolvido com a gestão do *peculium*. Caso isso ocorresse, ele respondia ilimitadamente pelas dívidas do empreendimento. Por outro lado, não havia proteção ao patrimônio do *peculium*: os credores pessoais do investidor poderiam alcançar o seu patrimônio irrestritamente, em pé de igualdade com os credores do empreendimento.

Também o *peculium* não poderia ser considerado uma pessoa jurídica pelos critérios atuais. Os autores afirmam que a propriedade investida no empreendimento formalmente permanecia em nome do investidor, sendo somente administrada pelo escravo ou por seu filho. Entretanto, não podemos negar que se trata de uma forma de organização mais elaborada do que a *societas*.

Finalmente, a forma mais sofisticada de exploração comercial citada pelos autores é a *societas publicanorum*, surgida no século 4 a.c.. Tratava-se de sofisticada forma de associação entre investidores (chamados de *publicani*) a fim de explorarem serviços ou obras de interesse estatal, como a coleta de impostos ou construção de estradas. Os investidores principais forneciam garantias (patrimônio próprio) para o cumprimento do contrato, e outros investidores poderiam se associar a eles, na qualidade de “sócios de indústria”, isso é, que exerciam atividades ligadas à atividade da *societas publicanorum* e respondiam ilimitadamente por débitos desta ou “sócios de capital”, que tinham responsabilidade limitada ao valor investido; porém, não poderiam se envolver com a gestão do empreendimento. Já naquela época, verificamos que a limitação da responsabilidade dos investidores pelas dívidas do empreendimento tinha como requisito a ausência de envolvimento na gestão<sup>106</sup>.

Segundo os autores, no século 1 a.c., Roma contava com *societas publicanorum* que tinham centenas de sócios, que podiam alienar suas participações em um mercado relativamente líquido, uma espécie de bolsa de valores local.

Os autores presumem que, ao menos em relação aos sócios de responsabilidade limitada, existia efetiva proteção ao patrimônio da *societas publicanorum*, não havendo possibilidade de liquidação antecipada de sua participação até a finalização do empreendimento, com a conclusão do contrato celebrado com o Governo.

---

<sup>106</sup> Essa regra persiste até hoje nas sociedades em comandita simples e em comandita por ações, onde convivem sócios com responsabilidade limitada (comanditários) e ilimitada (comanditados), sendo que a gestão deve ser exercida pelos últimos, sob pena de responsabilização ilimitada dos primeiros, caso pratiquem atos de administração.

Diferentemente da *societas* e do *peculium*, a *societas publicanorum*, em nossa opinião, tinha características que a aproximava de uma pessoa jurídica, como a possibilidade de ser titular de patrimônio e negociar em nome próprio, sendo representada por uma parcela pequena de seus integrantes e manter sua existência independentemente da morte dos seus integrantes, exceto os chamados investidores principais, que garantiam o cumprimento do contrato com seu patrimônio pessoal e que tinham firmado o contrato com o governo. Tratam-se de características que, somadas à limitação da responsabilidade dos investidores e das regras de proteção ao patrimônio da entidade presumidamente existentes, a aproximam bastante das formas societárias atualmente existentes. Talvez a mais próxima fosse a sociedade em comandita por ações, que em quase tudo se assemelha à *societas publicanorum*.

João Eunápio Borges chega a apontar a semelhança entre a *societas publicanorum* e a comandita por ações, ressaltando sua importância histórica para o desenvolvimento das atuais formas de sociedades por ações (anônimas e a própria comandita) e principalmente, frisando que a entidade romana era dotada de personalidade jurídica. Confira:

*“Não há uniformidade entre os autores na fixação das origens e dos antecedentes históricos da moderna sociedade por ações. Enxergam-nos alguns nas societates vectigalium ou societates publicanorum, poderosas organizações que tiveram papel relevante em Roma, e um de cujos sócios – o publicano- foi popularizado nas páginas do Evangelho. Arrendatárias dos tributos devidos ao Estado, fornecedoras de gêneros ao povo e ao exército, encarregadas da construção de obras públicas, tais sociedades tinham semelhança com a comandita por ações. Ao lado dos mancipes, que eram os organizadores, os empresários, havia os socii, os publicanos, que, à guisa dos comanditários não interferiam na administração e cujas partes eram cessíveis. E a sociedade era administrada por um magister – diretor ou gerente- cujos atos obrigavam a sociedade.*

*Como salienta BRUNETTI, não pode ser desprezada a contribuição destas societates ao moderno conceito de sociedades por ações, uma vez que eram dotadas de personalidade jurídica, era claramente distinta a qualidade de sócio da de participante e os títulos de participação (imitando as ações) eram transferíveis a terceiros”<sup>107</sup>*

---

<sup>107</sup> BORGES, João Eunápio. Curso de Direito Comercial Terrestre. Forense, 1971, 5ª edição, p. 375/376.

As características da *societas publicanorum*, que levaram os autores a apontar que se tratava de entidade com personalidade jurídica - o que hoje em dia é algo sem importância, mas se tratava de enorme avanço na técnica jurídica da época- obviamente não surgiram por acaso. São requisitos essenciais à viabilidade da associação entre centenas de investidores que, por sua vez, se mostrava necessária em razão do vulto dos empreendimentos tocados pela *societas publicanorum*. Assim, verificamos que a sua estrutura jurídica refletia a necessidade econômica e social da época, tendo sido desenvolvida de forma a atender à demanda por grandes obras e serviços do Governo Romano.

Nessa seara, Hansmann et al apresentam um questionamento interessante: se, na *societas publicanorum*, bem como em outras entidades não dedicadas à exploração de atividades empresariais<sup>108</sup>, a tecnologia jurídica já havia desenvolvido a possibilidade de proteção ao patrimônio de uma entidade contra os seus integrantes e seus credores, por que essa característica não foi disseminada entre as demais formas de exploração comercial?

As razões expostas são convincentes. Em primeiro lugar, apontam que as organizações para exploração da atividade econômica na Roma antiga eram, em sua maioria, de pequeno porte, com poucos credores e integrantes (as *societas publicanorum* eram uma exceção, que somente poderiam ser dedicadas a obras e serviços públicos). Assim, os problemas que as regras de proteção ao patrimônio das entidades visam resolver – como o custo aumentado dos empréstimos associados à atividade empresarial ou o risco na associação entre dois cidadãos, em razão das dívidas pessoais de cada um- podiam ser resolvidos por outros meios, como o monitoramento direto e próximo das atividades empresariais e da situação econômica dos integrantes do empreendimento pelos credores e pelos próprios integrantes, o que se mostrava possível em razão do pequeno número de ambos, ou por meio do empréstimo com garantias.

Outro motivo apontado pelos autores é a alta concentração de renda existente na Roma antiga – que tinha com uma das causas a peculiar legislação romana a respeito da

---

<sup>108</sup> Os autores citam que, além da família, a lei romana reconhecia três outras formas de associação não comercial: O *collegium* – segundo eles, uma associação fraternal- , *municipium* – ente estatal - e uma terceira, inominada por eles, que se aproximava a um clube, que exercia atividades de caridade. Todas essas entidades contavam com sensível proteção à sua propriedade contra os seus membros e os credores pessoais destes.

família, segundo a qual todo o patrimônio de determinado clã era considerado uno, e apto a responder pelas dívidas contraídas pelos seus membros, apesar de serem formalmente de propriedade do *pater familias*- que tornava desnecessária a captação de recursos com diversos investidores a fim de viabilizar um empreendimento qualquer. Vejamos o que dizem os autores a respeito desse ponto:

*“De forma consistente, a família romana aparentemente era particularmente adaptada à comunhão de capital. Com aceção legal mais ampla do que o núcleo familiar, a família romana incluía não apenas o pater familias (o indivíduo do sexo masculino mais velho), sua esposa e seus filhos solteiros, mas também seus escravos e todos os seus descendentes masculinos adultos (bem como suas esposas, escravos e filhos solteiros). O pater familias formalmente detinha toda a propriedade familiar, independentemente de ter sido adquirida pela esposa, filho ou escravo, e todo o patrimônio familiar respondia por todos os contratos celebrados pelos membros da família. A família romana era, portanto, uma entidade completa de acordo com nossos padrões, porque credores que negociavam como pessoas de fora da família não tinham qualquer pretensão em relação aos ativos da família. A comunhão de capitais era alcançada porque uma única família controlava ativos detidos individualmente por muitos indivíduos produtivos. A estrutura familiar também permitia a comunhão de recursos ao permitir que ativos “vinculados” permanecessem intactos ao longo de múltiplas gerações. Finalmente, os ativos da família eram particularmente confiáveis aos credores, uma vez que as pessoas a quem um indivíduo normalmente transferiria seus bens em caso de fraude – parentes próximos e especialmente os descendentes – eram parte da mesma entidade e, assim, responsáveis pelas dívidas daquela pessoa.”<sup>109</sup>”*

---

<sup>109</sup> Ob. cit. p. 24. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Consistent with this story, the Roman family appears to have been particularly well suited for capital pooling. Broader as a legal construct than the nuclear family, the Roman familia included not only the pater familias (the oldest living male), his wife, and his unmarried children, but also his slaves and all of his adult male descendants (as well as their own wives, slaves, and unmarried children). The pater familias formally owned all family property, whether acquired by wife, son, or slave, and all family assets bonded contracts made by each family member. The Roman family was thus a complete entity in our parlance, because creditors dealing with non-family members had no claim to family assets. Capital pooling was achieved because a single family enfolded assets realized at the hands of many productive individuals. The family structure also supported asset pooling by permitting committed assets to remain intact over multiple generations. Finally, family assets would have been particularly reliable to creditors, given that those to whom a person evading creditors is naturally inclined to pass his assets — close relatives, and especially descendants — were part of the same entity and thus liable for that person’s debts.”*



Assim, a primeira hipótese para o questionamento é a de que as regras de proteção ao patrimônio das entidades não foram criadas simplesmente porque eram desnecessárias. Entretanto, os autores apontam também a possibilidade inversa, qual seja, a de que, se existissem entidades que contassem com a possibilidade de proteção ao patrimônio elas teriam sido utilizadas, mas não foram criadas porque gerariam custos elevados demais aos credores. Por exemplo, no caso do *peculium*, em razão da existência de somente um investidor, a possibilidade de fraude, no caso da existência de regras de proteção à propriedade da entidade, seria grande demais. Bastaria que o investidor transferisse todo o seu patrimônio a um *peculium*, administrado por seu filho ou escravo de confiança, e os credores pessoais ficariam sem meios de receber seu crédito. Assim, a segunda hipótese é a de que a proteção ao patrimônio das entidades não foi adotada em razão dos embaraços que criaram aos credores.

Ambas são hipóteses válidas e, apesar de entendermos que a primeira é mais convincente – no caso de existência de regras de proteção à entidade, os credores poderiam adotar medidas adicionais a fim de diminuir o risco de seu crédito, como os empréstimos com garantia- não há uma resposta definitiva à questão. Entretanto, é seguro afirmar que não havia desenvolvimento institucional, econômico, social e político que tornasse viável a adoção das regras de proteção às entidades. Em nossa opinião, se houvesse realmente a necessidade dessas regras para o regular desenvolvimento da sociedade romana, elas teriam sido adotadas. Sobre as circunstâncias políticas, econômicas e históricas que inviabilizaram a disseminação das regras de proteção às entidades – dentre essas circunstâncias se destacando o estatismo do governo romano- os autores discorrem:

*“Uma última teoria – tanto política quanto econômica- é que as instituições da Roma Antiga poderiam eventualmente ter se desenvolvido suficientemente a fim de permitir a proteção ao patrimônio da entidade, se o Estado houvesse permitido. A societates publicanorum, por exemplo, teve um destino político. Essas firmas prosperaram sob a República Romana, e talvez poderiam ter atraído clientes privados. Mas quando Roma se tornou um império no primeiro século AC, a riqueza e a influência dos publicani atraiu olhares invejosos dos imperadores, que determinaram que o Estado assumisse a maior parte das obras públicas.*

*A publicani permaneceram por um tempo como coletoras de impostos, mas seguidas restrições administrativas tiraram delas também essa função no final do século segundo DC. As publicani não eram as únicas vítimas do intervencionismo econômico de Roma. Por muito tempo, os cônsules e imperadores romanos assumiram uma atitude não intervencionista em relação ao comércio, deixando-o livre para se desenvolver e inovar. Mas no início do reinado de Commodus (177 a 192 DC) o império entrou em um período de despotismo, no qual o Estado apreendeu extensões de terras privadas e saqueou reservas de riqueza urbana a fim de sustentar as intermináveis guerras contra inimigos estrangeiros e domésticos. Isso eventualmente levou a um colapso econômico absoluto no século 4 DC, ao qual o Estado reagiu apreendendo quase a totalidade dos empreendimentos restantes, estabelecendo suas próprias fábricas de armas e impondo um sistema de servidão para fortalecer a indústria estatal. Assim, ainda que as instituições legais romanas tivessem sido capazes de desenvolver uma entidade comercial, a economia romana após o século 2 DC provavelmente não teria a força necessária para que esta deslanchasse.”<sup>110</sup>*

De uma forma ou de outra, é certo que na Roma antiga já existiam diferentes formas de exploração conjunta da atividade econômica, com a presença de institutos que até hoje são encontrados nos sistemas jurídicos atuais. Em verdade, pode-se afirmar que à época existia figura - *societas publicanorum*- que, na maioria dos aspectos, poderia ser caracterizada como uma sociedade pelos critérios atuais.

---

<sup>110</sup> Ob. cit. p. 25/26. Tradução livre do autor. Versão original:

*“A final theory — political as much as economic — is that Ancient Roman institutions might eventually have developed far enough to support commercial entity shielding, if only the state had let them. The societates publicanorum, for example, met a political fate. These firms prospered under the Roman Republic, and perhaps in time could have been able to attract private customers. But when Rome changed to an empire in the first century BC, the wealth and thus influence of the publicani drew jealous attention from the emperors, who ordered the state to take over for itself much of the construction of public works.*

*The publicani persisted for a time as tax collectors, but repeated further clampdowns eliminated them from even this role by the end of the second century AD. The publicani were not the only victims of the Roman state’s willingness to intervene in the economy. For much of Roman history, the consuls and emperors took a hands-off attitude toward commerce, leaving it free to evolve and innovate. But beginning in the reign of Commodus (AD 177 to 192), the empire entered a period of despotism, in which the state seized expanses of private land and plundered stores of urban wealth in order to fund its ceaseless wars against foreign and domestic enemies. This eventually brought about a total economic collapse in the fourth century AD, to which the state reacted by seizing almost all remaining enterprises, establishing its own factories for arms production, and imposing a system of serfdom to man the state industries. Thus, even if Roman legal institutions had been able to offer up a commercial entity, the Roman economy after the second century AD would likely have lacked the strength to pluck it.”*

Em seguida, os Hansmann et al passam à Itália medieval e às formas pelas quais a exploração conjunta das atividades econômicas se organizava. Iniciam com uma passagem que fornece um interessante contexto histórico:

*A economia européia nos séculos que seguiram a queda de Roma ofereceu pouco incentivo para a formação de firmas comerciais com múltiplos proprietários. A população do sul da Europa era reduzida por uma série de epidemias no quinto e sexto séculos DC e depois foi ameaçada por um declínio da produtividade da agricultura causada pela exaustão do solo e a utilização de técnicas de cultura mais primitivas. O resultado final foi uma severa redução do investimento em empreendimentos comerciais durante esse período. Os resultados da agricultura e, assim, o nível populacional finalmente começaram a vagarosamente aumentar no final do século 10 DC, levando ao renascimento do comércio. A decadência das grandes rodovias romanas havia empurrado a maior parte do comércio de longa distância para o mediterrâneo, e assim o centro de gravidade político quando o comércio se revitalizou havia se deslocado em direção aos portos italianos como Amalfi, Pisa, Gênova e Veneza. Diferentemente da Roma antiga, as famílias mercantis compunham a maioria da classe dominante nessas novas cidades-Estado, da mesma forma que nas cidades interioranas, como Florença e Sienna, cuja prosperidade começou no século treze. O resultado foi um conjunto de regimes legais que atendiam às necessidades do comércio. A renovada importância do comércio de longa distância, combinada com a influência dos mercadores sobre os legisladores levou à ascensão do direito comercial – um conjunto de regras comercial que exibia substancial homogeneidade em diferentes jurisdições.*

*As formas mais importantes de comércio medieval eram possíveis em razão do intenso financiamento, comumente na forma de crédito de longo e curto prazo fornecido por clientes e fornecedores. Muitas das inovações da legislação comercial eram destinadas a elevar as garantias dos credores dos mercadores. Em particular, a lei comercial era altamente pró-credor, dando tratamento rígido aos mercadores inadimplentes. Os litígios envolvendo os mercadores geralmente tramitavam em*

*tribunais especiais de comerciantes nos quais o processo era mais rápido, decidido normalmente em questão de dias.*<sup>111</sup>

Trata-se da chamada primeira fase do Direito Comercial, a subjetiva, onde os comerciantes contavam com legislação e jurisdição próprias, especialmente desenvolvidas para suas necessidades e adequadas às suas peculiaridades pelas corporações de ofício.<sup>112</sup> Interessante notar a observação de que as circunstâncias econômicas da época tornavam a exploração da atividade econômica altamente dependente do crédito. Esse aspecto foi determinante no desenvolvimento das formas de organização destinadas à exploração conjunta da atividade econômica à época.

---

<sup>111</sup> Ob. cit. p. 26/27. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Europe’s economy in the centuries after the fall of Rome provided little impetus for the formation of commercial firms with multiple owners. Southern Europe’s population was reduced by a series of epidemics in the fifth and sixth centuries A.D., and then held in check by a decline in agricultural productivity caused by soil exhaustion and a reversion to more primitive cultivation techniques. The net result was a severe decrease in investment in commercial ventures during the period. Agricultural yields and thus population levels finally began a slow rally at the end of the tenth century A.D., in turn stimulating a revival of trade. The decay of the great Roman roads had pushed most of the remaining long-distance commerce into the Mediterranean, and so the political center of gravity when trade revitalized had shifted outward to Italian ports such as Amalfi, Pisa, Genoa, and Venice. Unlike in Ancient Rome, mercantile families composed much of the ruling class in these new city-states, as they did in the inland cities, such as Florence and Sienna, whose own prosperity began in the thirteenth century. The result was a cluster of legal regimes that were highly responsive to the needs of commerce. The renewed importance of long-distance trade, combined with the influence over lawmaking enjoyed by merchants, gave rise to the law merchant — a set of commercial rules that exhibited substantial homogeneity across jurisdictions*

*The most important forms of medieval trade were supported by extensive debt financing, commonly in the form of short and long-term credit extended by customers and suppliers. Many of the innovations of the law merchant were thus designed to make merchants more creditworthy. In particular, commercial law was heavily pro-creditor, dealing harshly with merchants who failed to pay their debts. Litigation involving merchants commonly took place in special merchant courts in which process was rapid, with disputes often decided in a matter of days.”*

<sup>112</sup> Sobre esse período, leciona Fábio Ulhoa Coelho, na ob. cit. volume I, fl. 12/13, refletindo ensinamentos de Túlio Ascarelli: *“Para Ascarelli (1962:29/74), sempre existiram regras sobre matéria mercantil, inclusive em normatizações antigas, como o Código de Hammurabi. Não houve, contudo, um sistema de direito comercial, ou seja, um conjunto de normas sobre o comércio coordenadas por princípios comuns, senão a partir do que ele chama de civilização comunal – na verdade, apenas uma referência às corporações medievais – que nasce no seio do feudalismo. A partir da segunda metade do século XII, com os comerciantes e artesãos se reunindo em corporações de artes e ofícios, inicia-se o primeiro período histórico do direito comercial. Nele, as corporações de comerciantes constituem jurisdições próprias cujas decisões eram fundamentadas principalmente nos usos e costumes praticados por seus membros. Resultante da autonomia corporativa, o direito comercial de então se caracteriza pelo acento subjetivo e paenas se aplica aos comerciantes associados à corporação, Mas Já nesse primeiro período histórico, muitos dos principais institutos do direito comercial, como o seguro, a letra de câmbio, a atividade bancária, são esboçados e desenvolvidos. A península itálica pode ser vista como o cenário de referência para essa etapa evolutiva do direito mercantil, em razão de sua localização estratégica para as cruzadas e da importância das cidades italianas no comércio internacional.”*

A principal forma de exploração da atividade econômica à época era a organização familiar (*household*)<sup>113</sup>, que, segundo os autores, se diferenciava da família romana pela possibilidade dos filhos adultos a ela pertencentes contraírem dívidas que comprometeriam os ativos da organização familiar<sup>114</sup>, e pela exclusão dos filhos que não morassem com o pai da organização familiar. Entretanto, a proeminência da exploração de atividades empresariais pelo núcleo familiar se mantinha. Nessa forma de exploração, como visto, não havia proteção à propriedade da entidade ou limitação da responsabilidade dos seus membros: os negócios eram praticados pessoalmente pelos integrantes da organização familiar, e o patrimônio da entidade (que na verdade era o patrimônio pessoal de seus membros) respondia integralmente às dívidas contraídas por todos.

Outra forma de exploração da atividade comercial na época era a *compagnia*, forma de parceria entre investidores que derivou das regras e costumes aplicáveis à exploração da atividade econômica pela organização familiar, mas dela se diferenciava, principalmente, pela possibilidade de inclusão de pessoas externas ao círculo familiar. Os autores traçam um paralelo entre a *compagnia* e a *societas* romana, apontando como principal diferença a responsabilidade solidária, na primeira, entre os investidores pelas dívidas decorrentes do empreendimento, enquanto na organização romana, a responsabilidade era *pro rata*, isso é, proporcional à participação de cada um. Além disso, os investidores tinham poder de representação, isso é, era desnecessária a assinatura de todos para que fossem vinculados a um negócio objeto da *compagnia*. Os autores não fornecem elementos suficientes para uma definição segura a respeito da

---

<sup>113</sup> Os autores distinguem os vocábulos *family* e *household*. Apesar de não conceituá-los, pode-se afirmar que a conceituação de *household* difere da noção comum de família em grande medida. A noção de *household* se refere a uma organização social, formada por pessoas ligadas por laços sanguíneos ou não, que residem no mesmo local. Assim, da mesma forma que podem ser incluídos no conceito pessoas sem laços sanguíneos com o *pater familias*, outras pessoas que, apesar dos laços de parentesco, não residam no mesmo local são excluídas do conceito. Nesse sentido, o dicionário Webster define *household* como “*A unit comprising a family and others who share the same living space.* Na falta de um vocábulo correspondente, utilizaremos “organização familiar” para nos referirmos a *household*, ficando a ressalva em relação à sua diferenciação da noção comum da família.

<sup>114</sup> Nesse ponto, os autores contradizem informação anteriormente dada. Ao tratarem da família romana, afirmaram que “*The pater familias formally owned all family property, whether acquired by wife, son, or slave, and all family assets bonded contracts made by each family member.*”, ou seja, que o patrimônio familiar respondia pelas dívidas contraídas por todos os seus membros. Entretanto, ao tratarem da organização familiar italiana, apontam que a possibilidade das dívidas contraídas pelos filhos comprometerem o patrimônio da entidade seria uma diferença em relação à família romana.

natureza da *campagnia* – se teria efetivamente personalidade jurídica, ou capacidade para ser titular de patrimônio-, porém, as características mencionadas – responsabilidade solidária dos sócios e capacidade de representação – a colocam indubitavelmente mais próxima da concepção atual de uma sociedade (no caso do Direito brasileiro se assemelharia à sociedade em nome coletivo) do que a *societas* romana.

Hansmann *et al* mencionam que, diferentemente das *societas* da Roma antiga, na Itália medieval as *compagnie* contavam com regras, ainda que frágeis, de proteção ao patrimônio da entidade e de seus credores contra os credores pessoais dos seus integrantes. Em primeiro lugar, havia uma regra de preferência entre os credores de dívidas decorrentes das atividades da *compagnia* e os credores pessoais dos seus integrantes: os bens da *compagnia* somente responderiam às dívidas pessoais dos integrantes após a satisfação integral dos credores da entidade. Além disso, desenvolveu-se, à época, o sistema de falência *pro rata*, no qual o patrimônio era dividido entre os credores de forma proporcional ao tamanho do seu crédito, e não por “ordem de chegada”, como ocorria em Roma. Esse sistema aumenta a garantia dos credores e torna desnecessário o constante monitoramento da situação dos devedores, a fim de se adiantarem em relação aos outros credores em caso de falência. Finalmente, nessa época verificou-se o desenvolvimento das práticas contábeis, o que, por sua vez, se deu em razão da disseminação do uso do papel no século 13 e dos algarismos hindu-arábicos no século 14, o que elevou a possibilidade de monitoramento eficaz dos devedores pelos credores. Além da divisão *pro rata*, no caso de falência da *compagnia* faliam também os seus integrantes, mas seus credores pessoais, como já dito, só recebiam após a satisfação do crédito dos credores da *compagnia*<sup>115</sup>.

Essas regras, que protegiam o patrimônio da entidade, e, por consequência, seus credores, eram aplicáveis às *compagnie* e também àqueles que exerciam a atividade empresarial individualmente (*individual merchants*), de modo que os credores decorrentes de sua atividade empresarial tinham preferência sobre os bens alocados na atividade em relação aos seus credores pessoais.<sup>116</sup> Isso se justificava por dois motivos.

---

<sup>115</sup> No Direito brasileiro, a falência da sociedade acarreta também a falência dos sócios com responsabilidade ilimitada, nos termos do art. 81 da Lei de Falências. Entretanto, não há preferência dos credores da sociedade sobre os credores pessoais dos sócios em relação aos bens da sociedade, como existia na *campagnia*.

Em primeiro lugar, para que os credores dos empresários individuais não enfrentassem condições menos vantajosas do que os credores da *compagnia*, por terem que concorrer com os credores pessoais, o que levaria a um risco maior, e conseqüentemente, à cobrança de taxas de juros maiores dos empresários individuais. Em segundo lugar, em razão das regras aplicáveis à organização familiar: como todos os seus membros são responsáveis pelas dívidas dos demais, a garantia dos credores dos empresários individuais dependeria da situação de crédito dos demais membros da sua família, o que geraria enormes custos de monitoramento aos credores, e, conseqüentemente, maiores juros.

Outro aspecto interessante é a preferência dos credores da localidade onde a *compagnia* exercia suas atividades em relação aos credores de outras localidades. Segundo os autores, em caso de insucesso comercial de uma *compagnia* com atuação em bases territoriais diversas, os bens localizados eram divididos entre os credores também locais, independentemente dos credores de outras localidades. Essa característica decorria das dificuldades inerentes à organização geopolítica da época: diversas jurisdições e dificuldades de deslocamento e comunicação, o que tornaria praticamente inviável um procedimento falimentar que envolvesse todos os ativos, situados em diversos locais com jurisdições diversas e credores também residentes em cidades ou países diferentes. Assim, a garantia dos credores eram bens locais, aos quais tinham fácil acesso, e estes não tinham que se preocupar com a concorrência com credores externos. Trata-se, indubitavelmente, de regra destinada a aumentar a garantia dos credores.

Contrastando com as regras de proteção ao patrimônio das entidades, constata-se a ausência de regras de limitação da responsabilidade dos integrantes por dívidas decorrentes da atividade das *compagnie*, em mais uma medida destinada a proteger os credores. Isso, obviamente, gerava dificuldades, principalmente no caso de grandes empreendimentos, onde os seus integrantes não tinham condições de fiscalizar as

---

<sup>116</sup> No Direito brasileiro, diferentemente, os credores pessoais e aqueles cujo crédito decorre da atividade comercial do empresário individual concorrem em igualdade.

atividades dos demais; porém, respondiam solidariamente por todos os atos praticados pelos mesmos.<sup>117</sup>

A ausência de limitação da responsabilidade, longe de ser uma mera questão de omissão ou política legislativa, refletia a situação econômica e social da época, em que a exploração das atividades econômicas era altamente dependente de crédito. Assim a regra de limitação da responsabilidade, pelo enorme risco que acarretava aos credores, simplesmente não era aceita pelos mesmos. Prova disso é que, conforme os autores, existia uma forma de organização à época chamada de *societa' in accomandita*<sup>118</sup>, onde os integrantes que não se envolviam na administração do empreendimento possuíam responsabilidade limitada ao valor investido. Entretanto, seu uso não se disseminou em razão do aumento do custo de crédito que a limitação da responsabilidade ocasionava<sup>119</sup>. Assim, a ausência de limitação da responsabilidade decorria das circunstâncias econômicas e sociais, reforçando o que já foi dito: as formas de organização da

---

<sup>117</sup> Os autores mencionam que diante da possibilidade de que os integrantes das *compagnie* viessem a responder solidariamente por atos praticados pelos demais, a cidade de Sienna, em 1310 restabeleceu o sistema de responsabilidade *pro rata*, onde cada integrante responderia exclusivamente pela sua parcela no empreendimento, e não de forma solidária. Entretanto, em vez de desenvolver a economia local em razão da maior proteção aos empreendedores, a medida tornou as *compagnie* de Sienna menos competitivas, em razão do maior custo de crédito (decorrente, obviamente, do maior risco que os credores arcavam ao emprestar a elas). Diante da desvantagem, o sistema de responsabilidade solidária foi restabelecido em 1342; porém, Sienna já tinha perdido sua situação de proeminência comercial para a cidade de Florença. Citam ainda que, em razão de ausência de regra de limitação de responsabilidade, o Banco de Medici, potência econômica da época, possuía uma *compagnia* central e diversas *compagnie* independentes nas cidades onde atuava, com sócios locais, a fim de que esses não respondessem pelas dívidas decorrentes das atividades do Banco em outras praças.

<sup>118</sup> Sem sobra de dúvida se trata da origem de nossa sociedade em comandita, onde, identicamente, convivem sócios com responsabilidade limitada e ilimitada, sendo que os primeiros não podem se envolver com a gestão do empreendimento.

<sup>119</sup> Além da *societa' in accomandita*, os autores mencionam uma forma de atuação denominada *commanda* – dizem inclusive que esta seria a precursora daquela - onde um ou mais investidores se associavam a um mercador (geralmente o capitão de um navio) para atuarem em conjunto em um empreendimento específico: uma viagem para a aquisição de bens de alto valor – por exemplo, especiarias- em locais distantes – como as Índias. Nessa associação, que tinha validade apenas para uma viagem específica, os investidores aportavam o capital necessário à viagem e, posteriormente, tinham direito a parcela dos lucros dela decorrentes. Tinham a sua responsabilidade limitada ao valor investido, enquanto o sócio “ativo”, geralmente o capitão do navio, tinha responsabilidade ilimitada pelas dívidas decorrentes do empreendimento. Além disso, a participação dos investidores passivos podia ser transferida por herança ou por compra e venda, após o século 13. Os autores afirmam que foi a primeira organização que efetivamente se aproxima da estrutura das sociedades que temos hoje, por haver a possibilidade de limitação da responsabilidade dos investidores e a proteção ao patrimônio do empreendimento contra os investidores passivos– que não poderiam retirar o seu investimento antes do final da viagem. Entretanto tratava-se de figura restrita a uma espécie de atividade. Além disso, como já dito, o contexto econômico vigente à época era incompatível com as regras de limitação à responsabilidade dos integrantes da entidade por dívidas desta. A balança pesava, sem sombra de dúvida, para o lado dos credores.



exploração da atividade econômica não são uma criação “original” do Direito, mas uma resposta às necessidades da sociedade, devendo ser compreendidas dentro do contexto histórico em que foram adotadas.

Ainda na Itália medieval, diversos autores tratam de uma entidade específica que, segundo eles, seria a primeira sociedade anônima da História, qual seja, o Banco de São Giorgio, em Gênova. Vejamos o que diz João Eunápio Borges:

*“Mais vulgarizada é a opinião que vê no Banco ou Casa São Giorgio, em Gênova, a primeira sociedade anônima. É o que ensinam, entre outros, PAUL REHME e GOLDSCHMIDT, em suas histórias universais do Direito Comercial.*

*Contraindo empréstimos vultosos, a república de Genova cedia a seus credores, para garantia de seu reembolso, o direito à percepção de determinados tributos. Denominava-se comera a aquisição de tal direito e, por isso, os débitos públicos tomavam o nome de compere.*

*Da consolidação, numa espécie de fundig, de todas essas compere, em uma só – a Compera magna pacis- e da concentração de todos os créditos nas mãos do Monte ou Societá delle compere e dei Banchi di S. Giorgio, surgiu em 1407 o famoso Banco de S. Giorgio, dotado de importantes privilégios e quase constituindo parte do organismo estatal.*

*Nascendo assim de uma reunião de credores do Estado, que mais se assemelhavam aos atuais debenturistas ou obrigacionistas, o Banco de São Giorgio desenvolveu-se assumindo o caráter de verdadeiro instituto de crédito realizando todas as operações bancárias de depósito, desconto, pagamentos, recebimentos, etc. em todas as partes do mundo e tornando-se um dos mais poderosos bancos de sua época. Ligado intimamente à república genovesa, floresceu e caiu com ela, só deixando de existir em 1816.*

*Seu capital era dividido em ações que se chamavam luoghi di monte ou loci comperarum. E os acionistas denominavam-se collonnanti, pelo fato de serem suas ações anotadas em colunas dos registros do Banco.*

*Embora não coincida inteiramente na sua constituição e no seu funcionamento com a moderna sociedade anônima, o Banco de São Giorgio foi sem dúvida, em sua época, a instituição mercantil que dela mais se aproxima.”<sup>120</sup>*

Sobre o tema, também leciona Trajano de Miranda Valverde:

*“As investigações históricas sôbre as sociedade anônimas não conseguiram, definitiva e uniformemente, localizar a sua origem. Mas é opinião geral que o Banco de S. Jorge, constituído em Genova, no ano de 1407, foi a organização que, pela primeira vez, corporificou os elementos principais do instituto. A Republica Genovesa, não podendo pagar aos seus credores os juros dos títulos de dívida por ela emitidos, concedeu-lhes a exação da maior parte dos tributos. E êles, que formavam a corporação “Casa de S. Jorge” transformaram seus títulos de renda (loca montium) em ações de um Banco de estado, nominativas, inscritas em um registro. Tais partes ou ações tinham cotação no mercado e eram livremente alienáveis.”<sup>121</sup>*

Apesar da caracterização do Banco de São Giorgio como uma sociedade por ações embrionária ser discutível<sup>122</sup>, é certo que essa entidade possui importância relevante na História do desenvolvimento das formas de organização da exploração conjunta das atividades econômicas. Ressaltamos o que já foi dito a respeito da enorme dificuldade de se julgar as formas históricas de organização com base nos critérios atuais do que seria uma sociedade ou em que consistiria uma pessoa jurídica, por exemplo.

---

<sup>120</sup> Ob. cit. p. 376/377

<sup>121</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. Sociedades Anônimas, Mundo Medico Borsoi & C, 1937, p. 5/6

<sup>122</sup> Escarra, citado por Rubens Requião, contesta tal afirmação, defendendo que a entidade em questão não seria sequer uma sociedade comercial, mas apenas uma associação de credores. In Verbis: “essa organização estava longe de constituir um tipo rudimentar de sociedade por ações, mesmo quando passou a operar como Banco, pois mais se assemelhava às associações modernas de portadores de obrigações, ou debenturistas”. In REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, 2º Volume, 17ª Ed., 1988, Ed. Saraiva, p. 3.

O terceiro período histórico analisado por Hansmann et al é a Inglaterra moderna. Sobre o contexto histórico vigente à época, os autores dizem o seguinte:

*“Em contraste com as vibrantes cidades-Estado ao longo da península Italiana medieval, o reino da Inglaterra na idade média poderia ser considerado como insignificante economicamente. A indústria local era insignificante, e o comércio internacional, que era baseado quase exclusivamente na exportação de matérias-primas como lã, estava nas mãos de mercadores estrangeiros que viviam em enclaves como a Lombard Street em Londres. Como consequência, a legislação comercial inglesa daquele período não contemplou as práticas inovadoras que se via na Itália.*

*Com o Atlântico eclipsando o Mediterrâneo durante os séculos dezesseis e dezessete como a fonte de novas oportunidades de comércio, a fortuna econômica se alterou em benefício da Inglaterra. A Inglaterra ainda tinha uma vantagem natural decorrente de suas reservas de carvão, que a ajudaram a alcançar a vanguarda da Revolução Industrial no século dezoito. Apesar do conservadorismo institucional ter impedido da Inglaterra de se desenvolver no mesmo nível que o seu comércio, a expansão econômica eventualmente gerou pressão suficiente, e em meados do século dezenove o país contava com entidades comerciais de uso ilimitado que ofereciam proteção patrimonial à entidade em diferentes gradações.*<sup>123</sup>

Diante desse cenário, os autores apontam as formas de organização da exploração coletiva de atividade econômica na época. A primeira delas é a chamada *joint stock company*. Essas entidades surgiram como uma resposta à necessidade sem precedentes de mobilização de capital a fim de financiar o ambicioso projeto das

---

<sup>123</sup> Ob.cit. p. 35/36. Tradução livre do autor. Versão Original:

*“In contrast with the vibrant city-states along the medieval Italian peninsula, the English realm of the Middle Ages can be fairly called an economic backwater. Native industry was inconsiderable, and the nation’s international trade, based almost entirely on export of raw materials such as wool, was mostly in the hands of foreign merchants living in enclaves such as London’s Lombard Street. The consequence was that English merchant law during that period lagged Italy’s innovative practices.*

*With the Atlantic eclipsing the Mediterranean during the sixteenth and seventeenth centuries as the source of new avenues for trade, economic fortunes shifted in England’s favor. England also enjoyed a natural advantage in endowments of coal, which helped propel it to the van of the Industrial Revolution in the eighteenth century. Although institutional conservatism prevented English law from developing in lockstep with its commerce, economic expansion eventually brought sufficient pressure to bear, and by mid-nineteenth century the country had produced useful, general-purpose commercial entities offering both weak and strong versions of entity shielding.”*

grandes navegações que, se nos países ibéricos contava com financiamento estatal, na Inglaterra e Holanda dependia do capital privado. As *joint stock companies* surgiram como um meio de possibilitar a mobilização e captação desses recursos privados.

Essa entidade é caracterizada por Hansmann et al como fruto do natural desenvolvimento das *commendas* italianas<sup>124</sup>, que como já dito, consistiam em uma forma de associação na qual investidores financiavam uma expedição específica, geralmente em parceria com o capitão do navio e, ao final, repartiam os resultados da empresa. Entretanto, as *commendas* tinham validade efêmera e se encerravam com a conclusão da expedição financiada, o que demandava a formalização de um novo acordo a cada viagem. Assim, a fim de dar maior praticidade, estabilidade e dinamismo ao financiamento das navegações, em 1623, o governo holandês autorizou o funcionamento por prazo indeterminado da *Duch East India Company*, associação de investidores que tinha como propósito o financiamento das expedições ultramarítimas. A partir daí, desenvolveram-se as *joint stock companies* na Holanda e na Inglaterra – objeto do estudo dos autores-, que dependiam sempre de autorização estatal para serem criadas e operarem.

Diversos autores apontam nas chamadas companhias coloniais – as *joint stock companies*, criadas para viabilizar a expansão marítima dos séculos XVII e XVIII – a origem imediata das atuais sociedades por ações. João Eunápio Borges leciona:

*“Concordam todos, porém, em filiar a moderna sociedade por ações diretamente às grandes companhias coloniais de que, nos séculos XVII e XVIII, se serviram Holanda, Portugal, Inglaterra e França para a exploração de seus domínios ultramarinos.*

---

<sup>124</sup> LEHMANN, segundo João Eunápio Borges, compactuava em parte dessa opinião, defendendo que “as primeiras companhias derivaram diretamente do instituto germânico de *Rhederei* ou consórcio de armadores co-proprietários de navios, em torno dos quais se agrupavam inúmeros financiadores, isto é, os futuros acionistas. E a sociedade por ações teria buscado seus elementos formativos e caracterizadores na *Rhederei*, na *Commenda* e na associação em participação (*Stille Gesellschaft*), sem apresentar qualquer afinidade com o Banco de São Giorgio e outros institutos bancários italianos (apud Bruenetti, in ob. e vol. cit., pág. 11)” De acordo com o trecho citado, o *Rhederei* era o equivalente germânico à *commenda* italiana, também caracterizada como uma parceria entre investidores e capitães de navios. Ob. cit. p. 378.

*A descoberta do Novo Mundo determinou o seu aparecimento, desde que a comandita, que servira ao incipiente capitalismo do século XIV, não era instrumento adequado à exploração da Índia, África e América. Holanda foi o seu berço, com a fundação, em 20 de março de 1602, da Companhia das Índias Orientais, a que seguiu em 3 de junho de 1621 a Companhia das Índias Ocidentais, intimamente ligada à história do Brasil assim como à dos Estados Unidos<sup>125</sup>”*

Sobre o funcionamento dessas sociedades, ainda o Mestre mineiro:

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

*Assim, as primeiras companhias eram sociedades de economia mista na qual participavam o Estado e o povo, afirmando BRUNETTI que toda a população das províncias holandesas contribuía para a formação de seu capital e formava uma compacta união para o incremento das empresas coloniais”<sup>126</sup>*

No mesmo sentido, Rubens Requião, ao tratar das companhias coloniais, que segundo Hansmann et AL seriam as *joint stock companies*:

*“A constituição dessas sociedades era, na verdade, promovida pelo Estado, como descentralização política, social e econômica de suas funções. Através dessas poderosas empresas o príncipe exercia a dura política mercantilista, extremamente colonialista, diminuindo os riscos e embaraços do intrincado jogo diplomático nas*

---

<sup>125</sup> Ob. cit. p. 377/378

<sup>126</sup> Ob. cit. p. 361/362.

*cortes européias. Dessa descentralização política e econômica nos dá notícia a referida Companhia das Índias Ocidentais, pois foi-lhe outorgado, pelo soberano holandês, o poder de efetuar pactos e alianças com príncipes e naturais dos países, nos limites da outorga que receberam na carta real, de construir fortalezas, de armar exércitos, de nomear governadores e funcionários da justiça e outros para todos os serviços necessários à conservação das praças, à manutenção da ordem e da polícia.*

*Assim, surgiram e se impuseram as sociedades por ações no século XVII, formadas pela conjunção de capitais públicos e particulares, estes na maior parte de armadores náuticos, e, algumas vezes, com a participação de judeus, cujos bens eram liberados, para esses investimentos, da Inquisição, como ocorreu na incorporação, sob o ministério de Pombal, da Companhia do Grão-Pará para colonização do norte do Brasil. Configuravam essas companhias verdadeiras sociedades modernamente denominadas sociedades de economia mista, formadas de capitais públicos e privados, com finalidade de cumprir objetivos de interesse público de forma descentralizada.”<sup>127</sup>*

Finalmente, sobre o mesmo tema, Trajano de Miranda Valverde:

*”Parece-nos, porém, fóra de toda a dúvida que as sociedades anônimas modernas se prendem diretamente às poderosas Companhias coloniais dos séculos XVII e XVIII, especialmente constituídas para a exploração das grandes conquistas da navegação. As novas terras atraíam capitalistas e comerciantes do velho continente pelas riquezas abundantes que ofereciam, e as naus transportavam das mais longínquas regiões do globo. Os animos não se abatiam com os contínuos naufrágios, com a pirataria organizada, distribuída pelos caminhos marítimos. Os reis ambicionavam, por outro lado, aumentar o patrimônio nacional, folgar o seu erário, e eram assim um grande estímulo para os especuladores audazes, Em 1602, formou-se, na Holanda, a primeira sociedade no gênero – a Companhia das Índias Orientais. Em 3 de Junho de 1621, organizou-se, também na Holanda, a Companhia das Índias Ocidentais, que por cerca de trinta anos garantiu, no Brasil, o domínio dos Estados Gerais dos Países*

---

<sup>127</sup> Ob. cit. p. 3/4

*Baixos Unidos. Assentou a sua poderosa máquina em Pernambuco, só desmontada após memoráveis lutas.*

*O decreto, que a instituiu, concedeu-lhe os mais amplos privilégios, autorizando-a, em nos dos Estados Gerais, a “fazer contratos, pactos e alianças com príncipes e naturais dos países compreendidos nos limites, construir fortalezas e fortificações, admitir gente de guerra, nomear governadores e funcionários da justiça e outros, para todos os serviços necessários á conservação das praças, manutenção da ordem e polícia, distribuição da justiça e desenvolvimento do comércio, deportar e demitir os funcionarios e colocar outros em seu lugar...”. Ficou assentado que o capital da Companhia seria subscrito pelas Províncias, quaisquer habitantes delas e de outros paizes, devendo uma terça parte ser entregue á Companhia dentro em cinco meses a contar de 1º de Julho de 1.621 e as outras duas nos tres anos seguintes. ...”<sup>128</sup>*

Como visto, ambos os autores apontam as *joint stock companies*, originalmente instituídas como forma de viabilizar a exploração das colônias ultramarinas com recursos privados e públicos, como verdadeiras Sociedades de Economia Mista<sup>129</sup>. Trataremos dessas sociedades em capítulo posterior. Importante ressaltar também a menção feita por João Eunápio Borges, no que concerne a uma das feições mais marcantes dessas sociedades, qual seja, a limitação do risco daqueles que investiam na mesma. Hansmann et al abordam essa – e outras- características das *joint stock companies* de forma detalhada.

A perenização da organização destinada a financiar as navegações, consubstanciada nas *joint stock companies* levou, obviamente, a uma perda de liquidez dos investidores que antes, no regime das *commendas*, recebiam o retorno do seu investimento imediatamente após o final de cada viagem, e agora não podiam pleitear a

---

<sup>128</sup> Ob. cit. p. 6/8

<sup>129</sup> A estreita ligação entre as *companies* e o Estado fica explícita quando verificamos que elas exerciam, em sua origem, verdadeiras funções paraestatais, como leciona Valverde, ao tratar da Companhia das Índias Ocidentais: “Dessa ligeira resenha os estatutos da Companhia vê-se que as regras fundamentais que ainda hoje alicerçam a construção jurídica das sociedades anônimas modernas já figuravam na instituição daquela Companhia. Ela, entretanto, e suas congêneres eram verdadeiros corpos administrativos dos interesses do estado, entravam no quadro de sua organização. Competia-lhe até a escolha do Governador Geral das regiões conquistadas, tinham exército e marinha de guerra.” Ob. cit. p. 8.

liquidação de sua participação. Entretanto, a perda de liquidez do investimento feito nas *joint stock companies* decorrente dessa medida de proteção ao patrimônio da entidade foi compensada pela possibilidade de livre transferência da participação entre os investidores. Além disso, não havia dissolução em razão da morte dos investidores e seus credores não podiam pleitear a liquidação da participação detida por eles, mas somente tomar para si a participação dos devedores nas *joint stock companies*.

Além da proteção ao patrimônio das *companies* contra os investidores e seus credores, a legislação inglesa previa a possibilidade de limitação da responsabilidade destes pelas dívidas da entidade. Essa limitação não era automática, e dependia da previsão nos atos constitutivos; porém, era plenamente válida e possível.

É interessante apontar aqui a diferença entre o contexto da Itália medieval e da Inglaterra moderna. Na primeira, com a atividade econômica altamente dependente de crédito, as formas de organização escolhidas pelos investidores não contemplavam a limitação de sua responsabilidade e as regras atinentes aos procedimentos falimentares privilegiavam os credores das entidades em detrimento dos credores pessoais. Já na Inglaterra, onde o foco não era o aumento da garantia dos credores, mas sim a atração do capital de investidores para financiar empreendimentos caros e arriscados, a forma de organização oferecida a estes os concedia, inicialmente, proteção, por meio da limitação da responsabilidade. Por outro lado, o regramento jurídico era adequado à necessidade de captação de valores de diversas fontes, contando com regras que tornavam segura a associação entre investidores desconhecidos. Por exemplo, a vedação à liquidação da participação pelos próprios investidores ou seus credores (de modo a proteger os primeiros de algum prejuízo em razão de dívidas pessoais dos demais) ou a possibilidade de transferência das participações por ato de vontade ou por morte do titular. Em suma, a forma de financiamento disponível e adequado (por meio de dívida ou por meio de capital próprio obtido de investidores) era determinante na definição das formas de organização da atividade econômica e das regras que regiam as relações entre os agentes de mercado. Mais uma vez, verificamos que as leis são produto do contexto histórico, e das necessidades econômicas e sociais de determinada época.



Por todas as características apontadas, acreditamos ser seguro afirmar que as *joint stock companies* podem ser classificadas como uma sociedade, sob os critérios atuais, uma vez que, ao que tudo indica, possuíam existência distinta de seus sócios, com capacidade para serem titulares de patrimônio e celebrarem negócios jurídicos em nome próprio. De todas as formas de organização abordadas, nos parece a única que seguramente pode ser considerada como uma pessoa jurídica, de acordo com os critérios vigentes no Direito brasileiro atual. Nesse sentido, como já visto, lecionam João Eunápio Borges e Rubens Requião, que apontam essas entidades como a origem imediata das sociedades anônimas atuais, não obstante sejam mais generosos no que concerne à concessão do atributo societário – que demanda a existência de personalidade jurídica própria – a outras entidades na História, que, em nossa opinião, não poderiam ser consideradas como sociedades, ao menos de acordo com os critérios atualmente vigentes em nosso Direito. Entretanto, ressaltamos os desafios quase intransponíveis envolvidos com a tarefa de classificar, de acordo com os critérios presentes, figuras jurídicas do passado.

Não obstante a sofisticação das *joint stock companies*, sua criação dependia de outorga estatal, e os negócios que elas exploravam, via de regra, eram concedidos em regime de monopólio<sup>130</sup>. Essas sociedades não eram, assim, uma opção à disposição de

---

<sup>130</sup> Os autores, em geral, apontam três fases no desenvolvimento das *joint stock companies* ou, como os autores nacionais se referem às mesmas, das primeiras sociedades anônimas. As fases são as de outorga, autorização e registro. Na primeira, que é aquela que Hansmann et al fazem menção acima, a instituição dessas sociedades era um privilégio monopolista concedido a poucos, e dependia da vontade discricionária do Estado de conceder a um particular a exploração de determinada atividade, em caráter exclusivo, sob a forma de uma *joint stock companies*. No segundo momento, a instituição dessa sociedade não mais envolvia o monopólio da exploração de determinada atividade; porém, ainda dependia da autorização estatal, que poderia obstar a criação por razão de conveniência. Finalmente, na terceira fase, a instituição passa a ser livre, um direito concedido a todos, dependendo somente do registro junto aos órgãos estatais, a fim de que esse possa exercer seu poder fiscalizatório. Sobre essas fases, ensina João Eunápio Borges:

*“Formadas no interesse do Estado, tais sociedades, que se constituíam por força de um privilégio (oktroi, charte) eram, a princípio, instituições de direito público. Cada oktroi era um privilégio em sentido estrito (privilégio legislativo, Lex specialis, constitutio personalis) por meio do qual se criava novo direito objetivo, mas somente para o caso singular, sem qualquer efeito para os outros casos semelhantes.*

*Do sistema de privilégio passou-se insensivelmente ao da simples autorização ou concessão. Reconhecia-se à sociedade a natureza de uma associação livre, que se poderia constituir pela iniciativa particular, mas, dada a multiplicidade e a natureza dos interesses relacionados com ela, assegurava-se ao poder público a faculdade de autorizar a sua criação e funcionamento, sujeitando-as à vigilância e à fiscalização do Estado.*

*Como salienta PRIMKER, entre os dois sistemas, do reconhecimento (oktroi) e da autorização (Konzession), existe a diferença que há entre um privilégio legislativo (jus statuendi) e um privilégio administrativo (jus confirmandi).*

qualquer investidor, muito pelo contrário: entre 1630 e 1680, somente dez *joint stock companies* tiveram sua criação autorizada pelo governo inglês, sempre para a construção de grandes obras ou exploração de empreendimentos vultosos. Somente no século XIX as *joint stock companies* passariam a ser uma opção livremente oferecida aos investidores. Antes disso, diante das restrições para a utilização dessas sociedades, outras duas figuras passaram a ser adotadas pelos investidores: as *general partnerships* as *unincorporated joint stock companies*.

Inicialmente, é necessário um breve parêntese a respeito da figura da *partnerships*, utilizadas até hoje nos Direitos americano e inglês. Trata-se de instituto que não possui paralelo no Direito brasileiro, onde a exploração da atividade econômica necessariamente se dá por um indivíduo, em nome próprio ou por uma sociedade – excetuada a possibilidade de exercício irregular por meio do que o Código Civil chamou de “sociedade em comum”, que já foi por nós abordada anteriormente. Como já visto em relação às *LLC – Limited Liability Companies* americanas, existe acirrada discussão entre os autores e divergências jurisprudenciais no tocante à caracterização das *partnerships* como entidades absolutamente independentes dos seus integrantes – o que é pacificamente aceito no Direito brasileiro em relação às pessoas jurídicas em geral, independentemente da responsabilidade dos integrantes pelas dívidas da pessoa jurídica, por exemplo.

Alguns autores, ao tratarem das *general partnerships*, as caracterizam claramente como entes sem personalidade jurídica – ao menos de acordo com os parâmetros do Direito brasileiro- o que se extrai, por exemplo, do fato de que não possuíam capacidade para titularizar patrimônio. Vejamos o que diz a Prof<sup>ra</sup>. Margaret M. Blair a respeito das opções para os investidores ingleses no século XVIII:

---

*Desta fase intermediária passou-se ao sistema da regulamentação positiva hoje dominante. É livre, em regra, a constituição de uma sociedade por ações. Mas, a sua criação e o seu funcionamento subordinam-se a uma minuciosa disciplina legal fértil em normas de ordem pública tendentes a tutelar, com o interesse público, o dos sócios ou acionistas.*

*O Code de Commerce de 1807, dedicando à sociedade anônima pequeno numero de artigos, consagrou expressamente como seus característicos a limitação da responsabilidade de cada acionista ao valor de suas ações (art. 33), a divisão do capital em ações (art. 34), mas, no art. 37, adotou o regime da concessão ou autorização, dispondo que a sociedade anônima não pode existir sem prévia autorização do governo e sem a aprovação do seu ato constitutivo.” Ob. cit. p. 379.*

No mesmo sentido, Rubens Requião, em ob. cit. p. 4/6.

*“Essa revolução industrial trouxe novas oportunidades de negócios às pessoas que desejam investir em empreendimentos produtivos, como construção e operação de estradas, pontes, estradas de ferro ou fábricas, que tinham potencial de continuar em operação por décadas. No início dos anos 1.800, um grupo de empresários que desejavam investir em um empreendimento conjunto de longo prazo, como a construção de um canal ou uma fábrica de têxteis, tinham três opções de como organizar seu empreendimento. Eles poderiam formar uma general partnership na qual os participantes deteriam e gerenciariam os ativos conjuntamente, e dividiriam a responsabilidade do empreendimento; eles poderiam formar uma unincorporated joint stock company, que era um tipo especial de partnership que usava a legislação dos trusts para separar os ativos do empreendimento dos ativos pessoais dos parceiros (ou “membros” como são as vezes chamados) que facilitava a captação de recursos de sócios “capitalistas”; ou eles poderiam tentar constituir uma chartered corporation. Uma partnership podia ser formada mediante um aperto de mão ou um contrato relativamente simples, vinculando os sócios à atividade conjunta que iriam exercer. A formação da joint stock companies demandava um contrato mais complexo no qual um trust era formado, os recursos disponibilizados pelos investidores eram aportados no trust e eram nomeados trustees para gerenciar o trust no interesse dos investidores. Eram então concedidos aos investidores participações negociáveis em quaisquer distribuições feitas pelo trust. Ainda assim, esses contratos podiam ser celebrados entre indivíduos privados sem qualquer intervenção estatal. Para formar uma corporation, entretanto, empresários deveriam ir aos legisladores estaduais e pedi-los para que aprovassem uma lei específica autorizando-os a criar uma entidade legal com capacidade para deter os ativos a serem utilizados no empreendimento.”*<sup>131</sup>

---

<sup>131</sup> Blair, Margaret M., Why Markets Chose the Corporate Form: Entity Status and the Separation of Asset Ownership from Control (July 14, 2003). Georgetown Law and Economics Research Paper No. 429300. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=429300>. Acessado em 12 de novembro de 2010, Fl. 6/7. Tradução livre do autor. Versão original:

*“This industrial revolution brought new opportunities to business people to undertake productive ventures, such as building and operating roads, bridges, railroads, or factories, that had the potential to continue in operation for decades. In the early 1800s, a group of business people who wanted to undertake a long-term joint business venture, such as building a canal, or a factory for manufacturing textiles, had three choices about how they could organize their enterprise. They could form a general partnership, in which the participants would jointly own and manage the assets of the business and share responsibility for the liabilities of the business; they could form an unincorporated joint stock company, which was a special type of partnership that used trust law to separate the assets of the enterprise from the personal assets of the partners (or “members” as they were sometimes called), which made it easier*

Nos Estados Unidos, a questão foi tratada recentemente pelo *RUPA – Revised Uniform Partnership Act* de 1994, modelo de legislação a respeito da regulamentação das *partnerships* editado pela National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, com o intuito de fornecer aos diversos Estados americanos uma proposta sobre o que deveria ser a legislação sobre a matéria. Trata-se de documento semelhante ao *MBCA – Model Business Corporation Act*. Na seção 201, ficou estabelecido que "*A partnership is an entity distinct from its partners.*"

Como visto, a questão não é pacífica. Por exemplo, a legislação tributária americana determina que os valores recebidos pela *partnership* devem ser considerados como renda de seus integrantes, o que denota absoluta ausência de personalidade jurídica, pelos parâmetros do Direito brasileiro.<sup>132</sup>

Um estudo de Direito Comparado detalhado a respeito da natureza jurídica das *partnerships* escaparia do escopo do presente trabalho. A análise das suas características principais é, ao nosso ver, suficiente para possibilitar a compreensão das formas de organização da exploração da atividade econômica presentes na Inglaterra moderna e atualmente nos Estados Unidos.

Como dito acima, além da *joint stock companies*, cuja utilização era restrita, os empreendedores tinham à sua disposição duas outras formas de organização: as *general partnerships* e as *unincorporated joint stock companies*

As *general partnerships*, como já dito, são uma forma de exploração comercial que se disseminou na Inglaterra em razão das restrições para a utilização das *joint stock*

---

*to raise capital from passive partners; or they could attempt to form a chartered corporation. A partnership could be formed by a handshake, or a relatively simple contract binding the partners together for purposes of engaging in the business activity. The formation of a joint stock companies required a more complex contract in which a trust was created, the resources contributed by investors were put into the trust, and trustees were assigned to manage the trust for the benefit of the investors. Investors were then given tradeable claims on any distributions from the trust. Still, these contracts could be drawn up among private individuals and no involvement of the government was required. To form a corporation, however, business people had to go to their state legislatures and ask them to pass a special act granting the business organizers a charter to create a separate legal entity to hold the assets to be used in the enterprise."*

<sup>132</sup> Ver a informação fornecida pelo IRS –Internal Revenue Service, órgão americano correspondente à Receita Federal do Brasil, em <http://www.irs.gov/businesses/small/article/0,,id=98214,00.html>. Acessado em 11 de junho de 2010.

*companies*. Ao longo do tempo, foi sendo adaptada às necessidades dos empreendedores. Segundo os autores, a primeira grande alteração sofrida pelo regime das *general partnerships* foi a instituição de uma regra de proteção ao seu patrimônio contra os credores de seus integrantes, por meio do julgamento do caso *Craven v. Knight* em 1683. Nessa oportunidade, se definiu que os credores da *partnership* teriam preferência em relação aos credores particulares dos sócios sobre o patrimônio alocado na empresa. Em 1715, no caso *Ex parte Crowder*, se estabeleceu regra correspondente, agora para proteger os credores pessoais dos integrantes da *partnership*: estes tinham preferência em relação aos credores da *partnership* no tocante aos bens pessoais dos integrantes. Interessante mencionar que essas regras de preferência são desconhecidas do Direito brasileiro: nas sociedades de responsabilidade ilimitada, nos casos em que os credores da sociedade podem alcançar o patrimônio dos sócios, concorrem em pé de igualdade com seus credores pessoais, sem qualquer preferência desses últimos. Da mesma forma, quando os credores pessoais dos sócios pleiteiam a liquidação da participação de um sócio em uma limitada, concorrem em igualdade de condições com os credores da sociedade, não havendo preferência.

Outra alteração relevante no tocante ao regime das *partnerships* inglesas mencionada pelos autores foi a alteração, em meados do século XVI e início do século XVII do sistema de falências, que antes utilizava o critério temporal para distribuir os valores entre os credores – os que apresentavam antes seus pleitos poderiam receber integralmente, enquanto os últimos podiam nada receber- passando a ser adotado o critério *pro rata*, onde todos os credores recebem de forma proporcional ao valor de seu crédito.

Essas alterações foram promovidas como forma de adequar as *partnerships* à crescente necessidade de empreendimentos conjuntos na Inglaterra (que contassem com capital ou trabalho proveniente de diversas fontes), que se intensificou no séc. XVIII como característica da revolução industrial, quando as atividades passaram a depender, cada vez mais, de altas somas de capital. Frise-se, ainda, que são medidas que já tinham sido adotadas na Itália muitos séculos antes, o que demonstra que, em grande medida, os desenvolvimentos legislativos decorrem das necessidades sociais e econômicas de determinada época. Tendo a península Itálica alcançado elevado desenvolvimento

econômico precocemente, também em momento anterior se mostraram necessárias as alterações legislativas mencionadas.

Os autores mencionam ainda que, no século XIX, houve nova alteração relevante no regramento das *partnerships*, por meio do qual passou-se a se considerar lícita a previsão de que, por determinado período de tempo, os integrantes da *partnership* estariam proibidos de liquidar sua participação na *entity*, podendo haver cumprimento judicial forçado do chamado “*term agreement*”. Além disso, desenvolveu-se uma forma de proteção ao patrimônio da entidade contra os credores pessoais de seus integrantes. Trata-se de regra segundo a qual esses credores, desde que houvesse previsão no ato instituidor da *partnership* (*partnership agreements*) não poderiam pleitear a liquidação da participação do devedor, mas somente se apropriar dos lucros a que ele teria direito. Trata-se de medida que visa proteger os demais integrantes, facilitando a captação de recursos, bem como a própria entidade, centro gerador de riqueza que pode vir a ser desmantelado caso haja a liquidação forçada da participação de um de seus membros.

Entretanto, as *general partnerships* não supriam integralmente a demanda por formas eficientes de organização da exploração da atividade econômica, principalmente em razão da iliquidez das participações detidas nas mesmas, que não podiam ser facilmente transferidas a terceiros.

Assim, em empreendimentos com grande número de sócios, que desejavam ter liberdade na transferência de suas participações, passou a ser utilizada a chamada *unincorporated joint stock company*, que era uma espécie de sociedade sem estatuto social (*charter*) que, como já dito, dependia de aprovação governamental.

As *unincorporated joint stock company* consistiam na união entre uma *partnership* e um *trust* (o *trust* é outro instituto do Direito anglo-saxão que não possui correspondente no Direito brasileiro. Poderia ser feito um paralelo grosseiro entre o *trust* e a fundação do Direito brasileiro, sendo que o primeiro não está sujeito às restrições na definição de suas finalidades vigentes para a última). De acordo com os autores, na *unincorporated joint stock company*, os investidores celebravam uma *partnership* e colocavam os bens em um *trust* administrado por pessoas escolhidas por

ele (*trustees*). Isso garantia a negociabilidade da participação na *partnership*, uma vez que o patrimônio não era titularizado diretamente pelos seus integrantes (como acontecia nas *partnerships* em geral, tendo em vista que ela não tinha capacidade para titularizar patrimônio), mas sim pelo *trustee*. Além disso, o *trust* garantia absoluta proteção ao patrimônio da *unincorporated joint stock company*: os credores pessoais do *trustee* não podiam alcançar o patrimônio do *trust*, não obstante fosse formalmente detido pelo primeiro, e os credores pessoais dos integrantes da *company*, da mesma forma, não podiam alcançar o patrimônio do *trust*, tendo direito a satisfazer seu crédito exclusivamente com os lucros distribuídos em decorrência do exercício da atividade. Para os autores, essas regras de proteção ao patrimônio da *unincorporated joint stock company* eram imprescindíveis para garantir a negociabilidade das participações, uma vez que, se o patrimônio da mesma pudesse ser atingido pelos credores pessoais dos seus integrantes ou do *trustee*, aumentaria, em muito, o risco dos investidores nesse tipo de organização. Não havia, entretanto, proteção ao patrimônio dos integrantes contra dívidas da *unincorporated joint stock company*, o que veio a ser aceito pelos tribunais ingleses somente no século XIX.

Diante dessas características, as *unincorporated joint stock company* floresceram, não obstante a tentativa do governo de proibi-las por meio do *Bubble Act* de 1720. Tamanha foi sua utilização que, finalmente, em 1840, foi editada lei garantindo a qualquer um o direito de constituição de uma *joint stock company* independentemente de outorga estatal. Não obstante essa autorização, as *partnerships* continuaram como o meio mais utilizado para a exploração da atividade na Inglaterra e, somente em meados do século XX é que é a utilização das *joint stock company* se tornou comum para pequenos e médios empreendimentos. Os autores tratam dessa popularização ao abordarem a situação atual nos Estados Unidos.

Sobre o contexto histórico da época, os Hansmann et al dizem o seguinte:

*“Apesar de, em meados do século dezenove, já terem sido desenvolvidas entidades “fortes” e “fracas” (n do t. – o autor se refere ao grau de autonomia jurídica e proteção ao patrimônio da entidade) as opções disponíveis àqueles interessados em explorar atividades econômicas permaneciam limitadas. Apesar de quase qualquer firma sujeita a propriedade comum poder ser (e via de regra era) uma partnership, limitações próprias dessa forma de organização – como a ausência de proteção*

*absoluta à liquidação e proteção efetiva aos integrantes em relação às dívidas da partnership, dificuldades de transferências de participações e a presunção de que qualquer integrante era um representante da partnership- a tornavam inadequada para muitos negócios. A única outra opção de organização importante era a corporation, e embora essa forma não sofresse as mesmas limitações das partnerships, restrições de outra natureza tornavam sua adoção inviável em empreendimentos de pequena escala.*

*No final do século vinte, ao contrário, empreendedores em muitos países ocidentais podiam criar entidades com qualquer combinação de características-chave estruturais. O espaço de tempo entre esses dois momentos históricos foi de rápidas transformações, no qual os sistemas legais aumentaram a liberdade de contratar no que se refere a questões internas das firmas e ampliaram a oferta de entidades à disposição dos empreendedores. A jurisdição que melhor exemplifica essa transformação são os Estados Unidos, seja por ser o período que corresponde à sua emergência como principal potência econômica mundial, seja porque a América vivenciou a maior proliferação de espécies de entidades comerciais.”<sup>133</sup>*

Como visto, no século XIX, os investidores e empreendedores americanos tinham basicamente duas opções para organizar a exploração da atividade econômica: as *partnerships* e as *corporations*. As primeiras, já analisadas quando o período inglês foi abordado, não contavam com forte proteção ao seu patrimônio e, da mesma forma, não ofereciam proteção ao patrimônio dos seus integrantes contra as dívidas decorrentes da exploração da atividade econômica. As únicas regras nesse sentido eram semelhantes às inglesas, que criavam uma preferência entre os credores pessoais e os “empresariais”,

---

<sup>133</sup> Ob. cit. p. 46/47. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Notwithstanding the development of both weak and strong entity forms for business firms by the mid-nineteenth century, the choices then available to commercial actors remained limited. Although almost any jointly owned commercial firm could be (and by default usually was) a partnership, limitations on that form — such as a lack of both complete liquidation protection and strong owner shielding, shares that were not easily transferable, and the presumption that every owner was a firm agent — made it unsuitable for many businesses. The only other important option was the corporate form, and while that form generally lacked the limitations of the partnership, it was burdened with other restrictions that hampered its use by small-scale enterprise.*

*At the end of the twentieth century, by contrast, commercial actors in many Western countries could fashion entities with almost any combination of key structural attributes. The period between was one of rapid transformation, in which legal systems both increased freedom of contract for internal firm affairs and broadened the supply of entity forms. The jurisdiction that best illustrates this transformation is the United States, both because the period corresponds with the nation’s emergence as the world’s leading commercial power, and because America ultimately experienced the greatest proliferation of commercial entity forms.”*



sem, no entanto, proteger de forma absoluta o patrimônio da *partnerships* contra dívidas pessoais e vice-versa.

Essas características, somadas à iliquidez das participações detidas na *partnership*, tornavam essa estrutura pouco atraente para negócios que demandassem a captação de recursos em múltiplas fontes. A outra opção – *corporation*– apesar de oferecer melhores condições para os investidores e empreendedores, era inadequada para os pequenos negócios.

O primeiro ponto que os autores fazem menção é o fortalecimento gradual da figura da *partnership*, cujas regras se adequaram paulatinamente à necessidade dos empreendedores. Em 1914, com a edição do *UPA – Uniform Partnership Act*, sugeriu-se a adoção de regra segundo a qual os credores pessoais de integrantes de uma *partnership* não poderiam pleitear a liquidação imediata da participação detida pelo devedor, mas tomar para si os lucros a que ele teria direito, a fim de satisfazer seu crédito. Somente se os lucros fossem insuficientes para satisfazer a dívida em um prazo razoável é que poderia se pleitear a liquidação. Segundo os autores, mesmo nesses casos, decisões recentes só autorizam a liquidação da participação quando esta não prejudicar os negócios da sociedade. Citam, ainda, que a tendência do Judiciário americano em casos de falência de integrantes de uma *partnership* ou mesmo de saída voluntária é incentivar a venda da participação a terceiros em vez da liquidação que, como já visto, pode gerar prejuízos à entidade em razão da desmobilização dos bens que integram o fundo de comércio.

Além da proteção ao patrimônio da *partnership*, foram desenvolvidas regras de proteção ao patrimônio de seus integrantes por dívidas decorrentes da atividade. Os autores mencionam a figura da LLP – *Limited Liability Partnership*, onde seus integrantes podem negociar a limitação da responsabilidade de todos os demais, e não somente daqueles não envolvidos com a gestão dos negócios, como era a regra. Mencionam ainda que, atualmente, a legislação que rege as *partnerships* autoriza os seus integrantes a livremente dispor nos atos constitutivos a respeito da sua responsabilidade pelas dívidas da entidade e vice-versa, ou seja, a possibilidade de liquidação da participação dos integrantes na *partnership* por dívidas pessoais, havendo enorme flexibilidade na definição dessas regras. Assim, ao criar uma *partnership*, pode-se optar por prestigiar a segurança dos integrantes e seus credores– definindo a

limitação da responsabilidade- ou elevar as garantias dos credores da *partnership* – reduzindo o custo de crédito- por meio da possibilidade de responsabilização dos integrantes por suas dívidas.

Em relação às *corporations*, os autores citam que a situação no final do século XVIII e início do XIX era semelhante à inglesa: a incorporação – que corresponde à criação de uma sociedade absolutamente independente de seus sócios, como a *joint stock companies* do Direito Inglês- dependia da outorga estatal, e era extremamente restrita. A partir do século XIX, entretanto, a incorporação passou a ser um direito garantido a todos. As *corporations* se destinavam a empreendimentos que dependiam da captação de recursos de diversas fontes, e sua grande diferença das *partnerships* era a livre negociabilidade das participações nelas detidas. Vejamos:

*“No final do século dezoito e início do século dezenove, os legisladores estaduais americanos permitiram a criação de corporations apenas para os mesmos tipos de firmas que o Parlamento usualmente o fazia: aquelas que construíam e operavam canais, pontes e rodovias pedagiadas. Mas os Estados americanos eram geralmente menos restritivos do que o Parlamento na autorização para a criação das corporations, e eram também mais rápidos na criação de leis que autorizavam a criação de corporations em geral, sem a necessidade de autorização específica. Nova Iorque foi a pioneira, em 1811, e os demais Estados rapidamente o seguiram. Essas leis impunham restrições às corporations, planejadas para compensar a perda do direito de retirada dos sócios. As firmas não podiam restringir a alienação das participações societárias, garantindo assim aos acionistas uma fonte de liquidez alternativa. Proibições relacionadas à concessão do poder de controle e do direito de recebimento de dividendos separadamente da detenção de ações (como a restrição à emissão de ações preferenciais), bem como à detenção de ações de uma companhia por outra, visavam impedir que blocos de acionistas assumissem ou abusassem do controle em detrimento dos não controladores. Essas formas de proteção ao investidor explicam porque firmas atuantes em segmentos que demandavam altos investimentos optaram pelas corporations no século dezenove, apesar do alto grau de proteção à liquidação oferecido pelas partnerships a termo naquela época.”*<sup>134</sup>

---

<sup>134</sup> Ob. Cit. p. 52/53. Tradução livre do autor. Versão original:

*“In the late eighteenth and early nineteenth centuries, American state legislatures granted charters only to the same kinds of firms that Parliament typically allowed to incorporate: those that built and ran*

A negociabilidade das participações na *corporation* – característica necessária, considerando a vedação à liquidação da participação dos sócios- tornava-a inadequada a empreendimentos de pequeno porte, tendo em vista que, na maioria das vezes, se tratavam de empreendimentos familiares ou entre pessoas conhecidas, sendo inviável que qualquer um ingressasse na sociedade sem a concordância dos demais. E como visto na citação acima, era vedada qualquer restrição à negociabilidade das participações nas *corporations*.

Essa característica foi alterada no final do século XIX, passando a ser possível que essas restrições fossem previstas. Entretanto, não houve, segundo os autores, a esperada proliferação das *corporations* nos pequenos e médios negócios, por razões tributárias: em meados do século XX, repetidas reduções da carga tributária incidente sobre pessoas físicas (lembramos que na *partnership* a tributação é feita diretamente na pessoa dos seus integrantes) tornaram a opção pela *corporation* muito menos vantajosa. Por essa razão, proliferaram outras formas de associação que aliavam as características da *corporation* com a proteção ao patrimônio da entidade e limitação da responsabilidade, por um lado, e a possibilidade de tributação diretamente nas pessoas físicas de outro. Os autores citam, dentre outras, a *limited liability company* (LLC) e o *statutory business trust*, que são, segundo eles, formas “inéditas” de organização e a *Limited Liability Partnership* (LLP) e *Limited Liability Limited Partnership* (LLL), que consistem na *partnership* tradicional, mas com a possibilidade de limitação da responsabilidade.

Em suma, o Direito americano, longe da idéia corrente de que a *corporation* seria a única opção aos empreendedores e investidores, possui diversas formas de organização para a exploração conjunta da atividade econômica.<sup>135</sup>

---

*canals, bridges, and turnpikes. But American states generally were less sparing than Parliament in granting charters, and they were also quicker to enact general incorporation statutes. New York lead the way in 1811, and other states quickly followed. These statutes imposed restrictions on the corporate form that were designed to compensate for the loss of the withdrawal right. Firms were not permitted to restrict alienation of their shares, thereby guaranteeing shareholders an alternative source of liquidity. And prohibitions on allocating control and income separately from shareholdings (such as statutory provisions restricting the issuance of preferred stock), and on one corporation's owning the shares of another, sought to impede blocs of shareholders from seizing or abusing control to the disadvantage of noncontrolling shareholders. Such forms of investor protection help explain why firms in capital-intensive industries sought incorporation in the nineteenth century notwithstanding the significant degree of liquidation protection offered by the term partnership at that time.”*

135 Para mais referências históricas, ver a interessante dissertação de Eli Loria: Estrutura e função do capital social na companhia aberta, defendida perante a Universidade de São Paulo em 2009, disponível

---

em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-16092009-093530/>, acessado em 14 de agosto de 2010.

## CAPÍTULO V - OS MESTRES DA SOCIEDADE

Conforme visto no capítulo anterior, as sociedades e as demais formas de exploração conjunta da atividade econômica surgiram como uma ficção jurídica destinada a facilitar, otimizar e incentivar o exercício da atividade econômica pelos particulares. Assim, nunca houve dúvida a respeito de qual seria sua função.<sup>136</sup>

Abstraindo a questão já abordada no capítulo anterior, relacionada à dificuldade de caracterização das formas de organização conjunta da exploração da atividade econômica na História como sociedades, ao menos de acordo com os parâmetros atuais, podemos afirmar que as sociedades tiveram como um de seus papéis de destaque a possibilidade de limitação da responsabilidade de seus sócios ao montante investido em determinado empreendimento. É certo que, conforme visto no capítulo anterior, a limitação da responsabilidade não dependia necessariamente da existência de um ente personalizado como a sociedade – por exemplo, podemos citar a *commenda* italiana, onde o sócio passivo limitava suas perdas ao montante investido, apesar de inexistir um ente jurídico independente.

Entretanto, nos parece claro que a instituição de um ente personalizado, concebido como uma pessoa independente de seus instituidores, à qual é atribuída personalidade jurídica, que a permite possuir patrimônio próprio, bem como ser sujeito ativo e passivo de obrigações, representava um fortalecimento da regra de limitação da responsabilidade, dando maiores garantias aos sócios, principalmente em grandes empreendimentos que contavam com quadro social numeroso, e onde a regra “simples” de limitação da responsabilidade sem a instituição de uma nova pessoa poderia não se mostrar eficiente.

---

<sup>136</sup> Como ressalta Brunetti, “*Todas as concentrações de interesses individuais se derivam das necessidades urgentes da solidariedade humana. No campo das grandes empresas, a concentração de capital, a divisão do trabalho, a limitação dos riscos econômicos só se alcançam através do agrupamento em sociedades.*” Ob. cit. p. 9. Tradução livre do autor. Versão original:

“*todas las concentraciones de intereses individuales se derivan de las urgentes necesidades de la solidaridad humana. Y en el campo de las grandes empresas, la concentración de capitales, la división del trabajo, la limitación de los riesgos económicos, solo se alcanzan a través de la agrupación en sociedades.*”

Por outro lado, as sociedades surgiram como uma forma de coordenar os esforços entre diferentes particulares que pretendiam atuar conjuntamente, mediante a união de aportes financeiros, por alguns, e prestação de serviços, por outros. A criação de um ente distinto dos seus instituidores – independentemente deste contar com efetiva personalidade jurídica própria, como é o caso das *partnerships*, em relação às quais não há consenso no tocante a esse ponto - facilitava em muito essa coordenação, evitando que as diversas pessoas tivessem que agir em nome próprio, nos limites acertados entre eles. Ao contrário, aportavam seus recursos e serviços em uma pessoa jurídica, que perante terceiros agiria em nome próprio.

Além disso, a instituição de uma *entity* permitia que os valores aportados fossem melhor protegidos contra o resgate antecipado por parte dos seus integrantes e contra a liquidação forçada pelos seus credores. Caso a atividade econômica fosse explorada pessoalmente por todos os integrantes, em tese estes ou seus credores teriam a prerrogativa de requerer a liquidação da participação a qualquer tempo, o que poderia inviabilizar a continuidade do empreendimento, em prejuízo de todos. Na verdade, as regras de proteção ao patrimônio das entidades foram apontadas por Hansmann *et al* como sendo historicamente mais importantes do que as regras de limitação da responsabilidade dos integrantes, no que concerne ao oferecimento de melhores condições para a exploração da atividade econômica.

Em outros casos, as regras que regiam as entidades serviam para facilitar o acesso ao crédito, aumentando a garantia dos credores e reduzindo seu risco e, dessa forma, o custo dos empréstimos destinados a financiar a exploração de determinada atividade econômica.

O que se conclui do capítulo anterior é que a sociedade, ente personalizado, surgiu como mera forma de facilitar e maximizar a atuação empresarial conjunta. Assim, nunca houve dúvida a respeito da função da sociedade, que sempre coincidiu com o objetivo dos seus instituidores. Ora, se a sociedade surge como um meio de otimizar investimentos e possibilitar que estes sejam feitos de forma mais segura e eficiente, essa era a função da sociedade: gerar o máximo de riqueza possível às pessoas que a criaram, uma vez que esse era o intuito deles quando a instituíram.

Devemos fazer uma ressalva importante. A discussão que iremos desenvolver no presente capítulo gira em torno dos interesses que devem ser atendidos pelos administradores no exercício de suas funções. Formalmente, não há dúvida de que trata-se do interesse da sociedade, havendo, inclusive, expressa disposição legal nesse sentido (art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas, *caput*). Entretanto, temos que ter em mente as ressalvas já feitas, concernentes à compreensão da sociedade como uma reificação. Não obstante a ordem jurídica lhe conceda formalmente personalidade, não há dúvida de que a sociedade não possui vontade ou interesses autônomos. O interesse da sociedade será aquele que determinarem as pessoas a quem a lei concede tal prerrogativa. Assim, ao tratarmos do atendimento pelos administradores aos interesses dos acionistas ou dos *stakeholders* estamos na verdade nos referindo à discussão sobre quais seriam os interesses da sociedade. Aqueles definidos pelos acionistas (via de regra, a maximização do seu retorno por meio da elevação dos lucros) ou os interesses de terceiros? Ao defendermos que os administradores atendam aos interesses dos acionistas, estamos, em verdade, defendendo que os interesses da sociedade são necessariamente coincidentes com os dos acionistas e que, ao gerir a companhia, os administradores devem, indiretamente, buscar o atendimento aos interesses dos acionistas. Em suma, os administradores, formalmente, sempre devem atender aos interesses da sociedade. Discutiremos no presente capítulo quais interesses devem ser indiretamente atendidos por eles: os dos acionistas ou dos *stakeholders*. Por uma razão prática, e considerando que a doutrina societária- principalmente a americana – consagrou a expressão *wealth maximization rule*, segundo a qual os administradores devem maximizar o retorno dos acionistas, faremos menção ao atendimento, pelos administradores, aos interesses dos acionistas, lembrando, entretanto, que esse atendimento é indireto, uma vez que, formalmente, devem sempre atender aos interesses da própria sociedade.

Retomando a discussão já iniciada, a visão de que a gestão da sociedade deveria se dar sempre no interesse dos acionistas (pois estes seriam legitimados a definir quais seriam os interesses da sociedade) perdurou por muitos séculos. A sociedade, da qual os sócios eram “donos”, tinha por objetivo único a maximização da riqueza destes. Entretanto, no século passado, uma questão passou a ser frequentemente levantada: os administradores estariam mesmo obrigados a decidirem sempre de acordo com o interesse econômico dos acionistas ou deveriam, ao fazê-lo, levar em conta outros interesses, chamados “sociais”?

A resposta mais enérgica a essa questão foi dada pelo vencedor do Prêmio Nobel Milton Friedman, em notório artigo publicado na *The New York Times Magazine*, intitulado *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. Nele, Friedman rechaça de forma categórica a existência de qualquer outra responsabilidade da sociedade que não produzir o maior lucro possível a seus acionistas.

Para Friedman, os gestores (o autor utiliza as expressões “*managers*”, “*executives*” e “*businessmen*”, se referindo genericamente às pessoas que administram negócios dos quais não são os únicos sócios, nos parecendo claro que suas conclusões se aplicariam indistintamente a diretores ou conselheiros de companhias. Entretanto, a fim de sermos fiéis ao autor, utilizaremos a expressão “gestor” quando nos referirmos a seu texto) são agentes dos acionistas (seria um relacionamento de agência, já discutido no primeiro capítulo) e, assim, sem violar a lei, devem agir exclusivamente no interesse desses, que são os donos do negócio e seus patrões. E esse interesse, geralmente, é ganhar a maior quantidade possível de dinheiro. Os gestores, com seus próprios recursos - dinheiro e tempo-, podem optar por agir em prol de quaisquer outros interesses – meio ambiente, desenvolvimento social, etc-, uma vez que, nesse caso, não estariam atuando como agentes de ninguém, mas sim como principais. Mas, repita-se, não poderiam fazê-lo quando estivessem agindo na condição de agentes dos acionistas.

A lógica de Friedman é de difícil contestação: ao incorrer em custos não direcionados ao aumento do lucro da companhia – seja com doações a entidades sociais, seja com a redução da poluição acima dos níveis legais-, os gestores estão reduzindo o lucro da companhia, diminuindo, assim, o valor das ações e dos dividendos dos acionistas, aumentando o preço pago pelos consumidores ao adquirirem os seus produtos ou diminuindo os recursos disponíveis para o pagamento de salários. Estariam, assim, gastando o dinheiro dos acionistas, dos consumidores e dos trabalhadores.

Haveria, nessa situação, um desvio de recursos, por meio do qual o gestor estaria destinando a causas sociais valores que não são seus, e aos quais tem gerência na qualidade de agente de terceiros, que o encarregaram de tomar conta do seu negócio. Se os acionistas, consumidores ou trabalhadores desejam destinar recursos a causas sociais,



podem fazê-lo com o próprio dinheiro, e para as causas que entenderem merecedoras. Os gestores não poderiam fazer isso por eles.

Para Friedman, inclusive, isso caracterizaria uma espécie de atuação governamental extraordinária e ilegítima por parte dos gestores, que estariam “tributando” os acionistas, ao desviar recursos que seriam destinados a deles, e aplicando-os em causas sociais de sua escolha, sem qualquer critério ou controle.

Entretanto, em muitos casos, os gastos com ações de pretensa responsabilidade social na verdade são de interesse da sociedade, e são apenas “vendidos” como genuína preocupação com outros fins que não o lucro. Exemplo dado por Friedman é o investimento, por uma grande sociedade sediada em uma pequena cidade, em obras em benefício da comunidade, alegando ser uma ação de responsabilidade social. Na verdade, trata-se de uma forma de atrair empregados mais qualificados para a cidade, reduzindo custos com salários, o que pode se justificar a longo prazo. Conclui assim o autor:

*“É por isso que em meu livro *Capitalism and Freedom*, eu a chamei de uma “doutrina fundamentalmente subversiva” em uma sociedade livre, e disse que em tal sociedade “existe uma e apenas uma responsabilidade social da empresa – utilizar seus recursos e se envolver em atividades que visem aumentar os seus lucros, desde que se mantenha dentro das regras do jogo, isso é, em competição aberta e livre, sem empulhação ou fraude”<sup>137</sup>*

O texto de Friedman toca em diversos pontos importantes e, em nossa opinião, contém algumas valiosas lições. A publicização do patrimônio dos acionistas por meio de gastos sociais promovidos pelos administradores e os problemas envolvendo a atuação dos administradores no sentido de alcançar outro objetivo que não o lucro dos

---

<sup>137</sup> The New York Times Magazine, 13 de Setembro de 1970. Copyright @ 1970 by The New York Times Company. Tradução livre do autor. Versão original:

*“That is why, in my book *Capitalism and Freedom*, I have called it a “fundamentally subversive doctrine” in a free society, and have said that in such a society, “there is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud.”*

acionistas (trata-se do problema dos dois mestres, de origem bíblica, que será abordado posteriormente) são questões relevantes, às quais não foi dado equacionamento adequado até hoje, e que se relacionam com o cerne da discussão objeto do presente trabalho.

Friedman não estava sozinho da defesa intransigente da busca exclusiva do lucro nas sociedades<sup>138</sup>. Em 1919, a Suprema Corte do Estado americano de Michigan, num dos casos judiciais mais citados da História, em que litigaram os irmãos Dodge e a Ford Motor Company, adotou posicionamento semelhante ao que Friedman defenderia décadas depois. M. Todd Henderson<sup>139</sup> resume o caso da seguinte forma:

*“Em 2 de novembro de 1916, um dia depois do casamento de seu filho Edsel, Henry Ford recebeu uma cópia da inicial que levou a um dos mais famosos processos da história do Direito Societário americano. O caso, Dodge v. Ford Motor Company, era sobre o direito dos acionistas minoritários de contestar decisões de negócio do Conselho de Administração, que alegadamente estariam atendendo a outros interesses que não a maximização do retorno financeiro decorrente da participação acionária dos autores. Os autores, John e Horace Dodge, não eram desconhecidos de Henry Ford: eles eram seus mais importantes e antigos parceiros comerciais, haviam sido colegas no Conselho de Administração por mais de uma década (1903 a 1913), e eles haviam celebrado juntos no casamento de Edsel na noite anterior. Os Dodges, que recentemente haviam fundado sua própria fábrica para competir com Ford, se opuseram a uma decisão do Conselho de Administração de reter a distribuição de dividendos especiais e gastar os milhões de dólares para construir a maior fábrica de automóveis do mundo. Sua alegação era de que a decisão seria fundamentada nas preferências idiossincráticas de Henry Ford a respeito de fazer o bem para os*

---

<sup>138</sup> No mesmo sentido, o conhecido texto de BERLE., Adolf A., Corporate Powers as Powers in Trust, 44 Harvard Law Review 1049 (1931).

<sup>139</sup> Henderson, M. Todd , Everything Old is New Again: Lessons from Dodge v. Ford Motor Company (December 2007). U of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 373, f. 1. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1070284>. Acessado em 10 de março de 2010.

*trabalhadores e consumidores ao invés de ganhar o máximo de dinheiro para os acionistas.”*<sup>140</sup>

A decisão da Suprema Corte de Michigan foi salomônica. Por um lado, reforçou a independência dos administradores (o caso versa sobre o questionamento de uma decisão do Conselho de Administração, que no Direito americano possui importância acentuada na gestão das companhias, porém, as conclusões podem ser perfeitamente aplicadas na análise dos deveres dos conselheiros e diretores perante os acionistas) ao tomarem decisões, ressaltando que não cabia à Corte opinar a respeito da construção ou não da fábrica pretendida por Ford. Por outro lado, prestou tributo à regra da maximização do valor do acionista, ao decidir que a suspensão de pagamento dos dividendos – proposta por Ford como meio de viabilizar seu ousado plano de investimentos - era ilegal, uma vez que a função da sociedade era gerar lucros aos acionistas, e que a discricionariedade dos administradores era limitada à melhor forma de fazê-lo. Confira-se excerto da decisão:

*“Uma sociedade empresária é organizada e mantida primordialmente no interesse econômico dos acionistas. Os poderes dos Conselheiros devem ser empregados para a consecução desse fim. A discricionariedade dos Conselheiros deve ser exercida na escolha dos meios para se obter aquele fim e não autoriza a alteração desse fim, ou a redução dos lucros, ou a não distribuição dos lucros entre os acionistas a fim de destiná-los a outros propósitos.”*<sup>141</sup>

---

<sup>140</sup> Para uma análise detalhada do caso Dodge X Ford, incluindo os bastidores o julgamento e o relacionamento entre as partes, ver o trabalho de M. Todd Henderson já citado. Tradução livre do autor. Versão original:

*“On November 2, 1916, the day after his son Edsel’s wedding, Henry Ford received a copy of the complaint that instigated one of the most famous lawsuits in the history of American corporate law. The case, Dodge v. Ford Motor Company, was about minority shareholders’ ability to challenge the authority of the board of directors to make business decisions that were alleged to be serving interests other than maximizing the value of plaintiffs’ shares. The plaintiffs, John and Horace Dodge, were not strangers to Henry Ford: they were his longest and most important business partners, they were fellow board members for over a decade (1903 to 1913), and they had celebrated together at Edsel’s wedding the night before. The Dodges, who had recently founded their own firm to compete with Ford, objected to a decision by the board to withhold special dividends and spend the millions of dollars to build the world’s largest auto manufacturing facility. Their claim was that the decision was based on Henry Ford’s idiosyncratic preferences about doing social good for workers and customers as opposed to making the most money for shareholders.”*

<sup>141</sup> Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668, 684 (Mich. 1919). Tradução livre do autor. Versão original: *“A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in*

A Corte de Michigan, além de decidir sobre a função precípua da sociedade e dos administradores, de maximizarem a riqueza dos acionistas, toca em ponto interessante, que será abordado à frente, e que diz respeito à relação entre a Regra de Julgamento de Negócio (*Business Judgment Rule*) e os fins perseguidos pelos administradores na condução dos negócios sociais que é o seguinte: o questionamento de ações dos administradores destinadas a outros fins que não a maximização do valor dos acionistas viola a Regra de Julgamento de Negócios? Daremos nossa opinião em um momento posterior.

Concluimos, nesse ponto, que a visão “tradicional” a respeito da função da sociedade – e, em consequência, dos administradores ao geri-la – é no sentido de que a maximização da riqueza dos acionistas deve ser o objetivo precípua dos executivos de uma companhia.

Entretanto, tal visão não é unânime. Não obstante a discussão em Dodge X Ford não tenha alcançado a amplitude que o debate assumiu nos presentes dias<sup>142</sup>, decisões posteriores vieram a flexibilizar a assertiva de que a sociedade deve ser gerida no exclusivo interesses dos acionistas, seus donos.

A título de exemplo, o caso clássico a ser citado é o *A. P. Manufacturing Co. v. Barlow*, onde se discutiu a possibilidade de doações por parte da sociedade – o caso diz respeito à doação de um hidrante à Universidade de Princeton. Sobre as conclusões da Suprema Corte de New Jersey, Adam Winkler diz o seguinte:

*“Validando a doação, por um fabricante, de um hidrante e uma válvula à Universidade de Princeton, a Suprema Corte de Nova Jersey estava disposta a aceitar a ligação extremamente tênue (da doação) com os interesses dos acionistas oferecida*

---

*the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes.”*

<sup>142</sup> Em Dodge X Ford, apesar das declarações controversas dadas por Henry Ford durante o julgamento, a decisão questionada pelos irmãos Dodge dizia respeito à construção de uma fábrica em detrimento da distribuição de dividendos que, evidentemente, não se trata de um gasto “social”, e que podia ser defendido como um gasto em prol da lucratividade da companhia, ainda que a longo prazo. A discussão acerca da responsabilidade social diz respeito a gastos que voluntariamente são tomados sem o intuito de gerar qualquer ganho à sociedade.

pelos gestores – de que a contribuição produziria goodwill para a sociedade. Mesmo aqui, o cerne da discussão da Corte são os benefícios para uma comunidade mais ampla. Em uma opinião carregada de medo do comunismo, a Corte defendeu que a caridade corporativa era necessária para o vigor das instituições democráticas.”Nos parece”, a Corte escreveu, “que da mesma forma que as condições presentes quando as corporations foram originalmente criadas demandavam que elas servissem tanto a interesses públicos quanto a privados, as modernas condições tornam necessário que as corporações reconheçam e assumam tanto responsabilidades sociais quando privadas como membras das comunidades nas quais operam”<sup>143</sup>

Apesar de ser constantemente citado como um caso paradigma no que toca à possibilidade de direcionamento da sociedade, pelos seus gestores, a fins outros que a lucratividade de seus acionistas, no caso envolvendo a Universidade de Princeton, os administradores alegaram que a doação questionada seria positiva para a sociedade – criação de valor por meio da *goodwill*- o que, ao menos em tese, como será verificado à frente, os colocaria sob a proteção da Business Judgment Rule<sup>144</sup>. A questão central do caso, assim, não seria a possibilidade de direcionamento da sociedade a outros fins, mas sim a escolha de meios heterodoxos e de difícil conexão (“*extremely tenuous ties*”) com os interesses da sociedade e dos acionistas.

---

<sup>143</sup> Winkler, Adam, Corporate Law or the Law of Business? Stakeholders and Corporate Governance at the End of History. *Journal of Law and Contemporary Problems*, Vol. 67, p. 109-133, 2004; UCLA School of Law. P. 117. Tradução livre do autor. Versão original:

“*Upholding a fire hydrant and a valve manufacturer’s donation to Princeton University, the New Jersey Supreme Court was willing to accept the extremely tenuous tie to shareholder interest offered by management – that the contribution would produce goodwill for the company. Even here, the meat of the court’s discussion focuses on the benefits to a broader community. In an opinion laden with the fear of communism, the court contended that corporate charity was necessary for the vigor of ... democratic institutions. “It seems to us”, the court wrote, “that just as the conditions prevailing when corporations were originally created required that they serve public as well as private interests, modern conditions require that corporations acknowledge and discharge social as well as private responsibilities as members of the community within in which they operate.”*”

<sup>144</sup> De acordo com Bainbridge, *In Defense of the Shareholder Maximization Rule Norm: A Reply to Professor Green*. p. 1, a real fundamentação da Corte de New Jersey no caso Barlow para considerar lícita a doação não teria sido a possibilidade de que os administradores se afastassem do interesse dos acionistas ao tomar suas decisões, mas sim a real possibilidade de que a doação em questão gerasse efeitos positivos para a sociedade no futuro, não obstante a Corte tenha feito longas considerações a respeito da função social das companhias. Se os administradores acreditam que, ao beneficiar diretamente outros interesses que não o da sociedade – por meio de campanhas ou doações, por exemplo- estão indiretamente beneficiando a sociedade, estão, na verdade, agindo em benefício dessa última e de seus acionistas. A forma como decidem fazê-lo, via de regra, encontra-se protegida pela doutrina da Business Judgment rule. Voltaremos a esse assunto mais a frente.

Já em *Shlensky v. Wrigley*, um acionista minoritário do time de baseball *Chicago Cubs*, acusou o acionista controlador e membro do Conselho de Administração da sociedade de agir em desacordo com os interesses da mesma ao se recusar a instalar holofotes no estádio *Wrigley Field*, sob o argumento de que jogos de baseball noturnos iriam trazer prejuízos à comunidade onde o estádio estava instalado. Para Shlensky, a insistência de Wrigley em marcar os jogos durante o dia gerava relevante perda de receita, em razão do baixo comparecimento dos torcedores. A Corte de Illinois rejeitou a ação, fundada, por um lado, na discricionariedade dos administradores para decidirem os melhores rumos a serem tomados pela sociedade e, por outro, no argumento de que, em diversas situações, o interesse de longo prazo da sociedade pode envolver o atendimento imediato dos interesses dos *stakeholders*.

Em nossa opinião, não obstante *A. P. Manufacturing Co. v. Barlow* e *Shlensky v. Wrigley* sejam citados como casos onde o Judiciário americano teria se afastado da *Wealth Maximization Rule*, entendemos que eles são absolutamente coerentes com o caso *Dodge*. Em todos eles, se afirmou a independência dos administradores na escolha dos meios necessários ao alcance dos fins da sociedade. É certo que em *Dodge* se explicitou que esse fim é o lucro dos acionistas e que os administradores, ao optar pelos meios, não podem dele se distanciar. Entretanto, nos outros dois casos, os Tribunais confessadamente viram nas ações dos administradores o potencial de benefício à própria sociedade e aos acionistas, ainda que por meios transversos e tênues. Assim, não podemos dizer que se considerou válido um ato de gestão que beneficiava os *stakeholders* em detrimento dos acionistas. Pelo contrário, se reforçou a independência dos administradores na escolha dos meios pelos quais pretendem atingir o fim social – tradicionalmente o lucro – ainda que esses meios escolhidos sejam heterodoxos e intangíveis. Assim, entendemos que *A. P. Manufacturing Co. v. Barlow* e *Shlensky v. Wrigley* tratam muito mais da *Business Judgement Rule* do que da possibilidade de atendimento dos *stakeholders* em detrimento dos acionistas.

Bainbridge, no artigo “*In Defense of the Shareholder Maximization Rule Norm: A Reply to Professor Green*”, defende de forma veemente a obrigação dos administradores (em consonância com ressalvas anteriores, o autor trata em seu texto indistintamente das obrigações dos conselheiros – *directors* – e diretores – *managers*)

de gerirem a sociedade com foco na maximização da riqueza dos seus acionistas, refutando outro artigo, de Ronald M Green, intitulado “*Shareholders as Stakeholders: Changing Methaphors of corporate Governance*”, onde, como será visto à frente, Green defende que os acionistas seriam somente mais um dos *stakeholders*, em benefício dos quais a sociedade deve ser gerida.

Inicialmente, Bainbridge trata dos *Nonshareholders Constituency Statues*, leis que autorizam os administradores a gerirem a sociedade de forma a atender não exclusivamente o interesse dos acionistas, mas também dos chamados *stakeholders*<sup>145</sup>, assunto que foi objeto de um outro trabalho, de sua autoria, intitulado *Interpreting Nonshareholders Constituency Statutes*. À época em que esse trabalho foi publicado – 1992- em torno de metade dos Estados americanos havia adotado alguma espécie de *Nonshareholders Constituency Statutes*. Em recente artigo, publicado em 2009, Antony Page menciona que trinta Estados americanos haviam adotado tais leis, o que, em nosso ver, demonstra a atualidade das análises de Bainbridge, que faz uma ressalva importante: não obstante diversos Estados as tenham adotado, isso não ocorreu no principal deles, no que concerne ao Direito Societário americano – *Delaware*. Assim, não obstante um número relevante de Estados terem adotado essas normas, o número de sociedades abertas sujeitas a elas é relativamente pequeno, tendo em vista que grande parte delas se encontra sediada em *Delaware*.

Da mesma forma, o *MBCA - Model Business Corporation Act* - não acolheu a autorização para que a sociedade seja afastada dos interesses dos seus acionistas. O *MBCA* é um modelo “ideal” da legislação societária editada pela *ABA – American Bar Association* (entidade equivalente à Ordem dos Advogados do Brasil). Tendo em vista que a legislação societária americana é em grande parte estadual, o *MBCA* serve como

---

<sup>145</sup> Às fl. 3 de *In Defense of the Shareholder Maximization Rule Norm: A Reply to Professor Green*, Bainbridge rejeita a expressão *stakeholders* para denominar aqueles que possuem algum interesse na sociedade, como a comunidade e os empregados (para Green, os próprios acionistas entrariam nessa categoria), uma vez que denotaria que essas pessoas possuem algum direito legalmente assegurado no tocante ao rumo a ser dado à sociedade (*stake*), que deveria ser respeitado pela mesma, quando para ele, somente os acionistas possuem tal direito. Concordamos com as críticas; porém, em razão de sua ampla disseminação, nos utilizaremos da expressão para caracterizar aqueles que possuem algum interesse nos rumos a serem dados à sociedade, ainda que esta não tenha a obrigação de atendê-los, ressaltando, porém, que para nós a expressão não inclui os acionistas, uma vez que, tendo em vista a diferença entre a natureza dos direitos que possuem e aqueles detidos pelas pessoas normalmente caracterizadas como *stakeholders*, não faz sentido uni-los sob a mesma denominação.

um importante e respeitado referencial para os diversos Estados americanos na edição de suas legislações internas, havendo diversos deles que adotam literalmente o *MBCA*. Frise-se, entretanto, que o *MBCA* é mera sugestão de legislação editada *ABA*<sup>146</sup>.

A fim de não desviar a discussão, continuaremos a tratar de forma abstrata da *Wealth Maximization Rule* e da responsabilidade da sociedade com os *stakeholders*, e retomaremos a discussão a respeito dos *Nonshareholders Constituency Statutes* no próximo capítulo.

Bainbridge, no já citado “*In Defense of the Shareholder Maximization Rule Norm: A Reply to Professor Green*”, inicia sua defesa da maximização do retorno dos acionistas, paradoxalmente, divergindo da posição de Friedman. Para Bainbridge, a premissa principal de Friedman – de que os acionistas seriam os donos da sociedade – estaria ultrapassada. Aborda, então, a Teoria Contratualista (*nexus of contracts*), segundo a qual a sociedade não pode ser vista como uma coisa, que pode pertencer a alguém. Ao contrário, é uma entidade que tem por função precípua servir como ponto comum e gerenciar um conjunto relações contratuais, onde diversas pessoas colaboram de diferentes formas (*inputs*) para que seja alcançado um fim. Confira-se:

*“Empregados fornecem o trabalho. Credores fornecem os empréstimos. Acionistas inicialmente fornecem capital e em seguida arcam o risco de perda e monitoram a performance dos gestores. Os gestores monitoram a performance dos*

---

<sup>146</sup> O autor cita que o ALI – American Law Institut, organização americana dedicada ao estudo e aprimoramento do Direito- inclui em seus princípios de Governança Corporativa a autorização para a sociedade seja direcionada de forma a atender aos interesses dos *stakeholders*. Já o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, associação brasileira destinada ao estudo do tema, em seu “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” (disponível em <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>) apesar de não tratar a questão de forma direta, menciona na folha 19 que “*Os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações*”, e que é necessário “*o tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders). Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.*” Menciona ainda na folha 29 que “*A missão do Conselho de Administração é proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas (shareholders<sup>11</sup> e demais stakeholders<sup>12</sup>), de modo que cada uma receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta.*” Dessas passagens, entendemos ser possível extrair que o IBGC, apesar de não corroborar explicitamente a tese de que a sociedade pode ser levada a atender a outros interesses que não os dos acionistas, entende que os interesses dos *stakeholders* devem ser levados em consideração no processo decisório, sem deixar claro, entretanto, qual seria a solução nos casos-limites, aqueles em que os interesses dos acionistas e dos *stakeholders* conflitam.



*empregados e coordenam as atividades de todos os inputs da firma. A firma é vista simplesmente como uma ficção legal representando o complexo conjunto de relações contratuais entre esses inputs. Em outras palavras, a firma é tratada não como uma coisa, mas como um nexus ou uma teia de contratos implícitos e explícitos estabelecendo direitos e obrigações entre os vários inputs que forma a firma. Sendo os acionistas apenas um desses inputs unidos por essa teia de acordos voluntários, a propriedade não é um conceito relevante sob esse modelo. Cada input é detido por alguém, mas nenhum deles detém a totalidade.”*<sup>147</sup>

Assim, os acionistas seriam apenas uma das pessoas que colaboram para que esse fim seja alcançado, provendo o capital necessário e suportando os riscos de quebra da sociedade. Os empregados forneceriam o trabalho, a comunidade arcaria com os efeitos positivos e negativos dessas atividades, os credores forneceriam o crédito necessário, etc. Ninguém seria dono da sociedade, mas teriam diferentes direitos, de acordo com a natureza e a magnitude da sua colaboração e do risco a que estão sujeitos. A divergência de Bainbridge em relação à teoria de Friedman se dá, assim, em relação ao conceito de sociedade. O último entende que seria um bem que poderia ser objeto de todos os direitos de propriedade, enquanto, sob a Teoria Contratualista, a sociedade é uma ficção, impossível de ser concebida como sendo propriedade de alguém, e seria definida pelo conjunto de relações contratuais implícitas ou explícitas, por meio das quais todos aqueles envolvidos direta ou indiretamente com o seu funcionamento estabeleceriam os seus direitos e deveres.<sup>148</sup>

---

<sup>147</sup> BAINBRIDGE, Stephen M., In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm. Washington & Lee Law Review, Vol. 50, 1993, p. 1427. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Employees provide labor. Creditors provide debt capital. Shareholders initially provide equity capital and subsequently bear the risk of losses and monitor the performance of management. Management monitors the performance of employees and coordinates the activities of all the firm’s inputs. The firm is seen as simply a legal fiction representing the complex set of contractual relationships between these inputs. In other words, the firm is treated not as a thing, but rather as a nexus or web of explicit and implicit contracts establishing rights and obligations among the various inputs making up the firm. Because shareholders are simply one of the inputs bound together by this web of voluntary agreements, ownership is not a meaningful concept under this model. Each input is owned by some one, but no one input owns the totality.”*

<sup>148</sup> Como visto no capítulo II, formal e juridicamente, não há dúvida de que a sociedade é um sujeito de direito e, em razão de sua personalização, possui capacidade processual, patrimonial e negocial, isso é, pode ser parte em ações judiciais, possui patrimônio próprio e legitimidade para celebrar negócios jurídicos. Entretanto, entendemos que essa realidade não é incompatível com a Teoria Contratualista. A sociedade sem dúvida é uma abstração, concebida com o intuito específico de facilitar a conjugação de esforços entre diversos empreendedores, ao mesmo tempo em que limita o risco a que estão sujeitos. Assim, podemos entender a sociedade, inegavelmente sujeita de direito, como a forma desenvolvida pelo

Entretanto, apesar de divergirem em relação à fundamentação, já vimos que a adoção da Teoria Contratualista não leva automaticamente à conclusão diversa da que chegou Friedman, qual seja, a de que o dever dos gestores é agir sempre no interesses dos acionistas. A Teoria Contratualista fornece um modelo “estéril” de compreensão da sociedade, que pode ser utilizado para justificar tanto a tese de que a sociedade deva ser gerida no interesse exclusivo de seus acionistas quanto no interesse dos *stakeholders* em geral.

Com base na concepção de Friedman de que a sociedade pertence aos acionistas, os administradores seriam meros agentes a seu serviço e, dessa forma, devem agir em seu exclusivo interesse. Com a adoção da Teoria Contratualista, a conclusão deixa de ser óbvia: se a sociedade não pertence aos acionistas, se eles são apenas mais uma das partes envolvidas no conjunto de direitos e obrigações, por que seus interesses deveriam sempre ser contemplados pelos administradores?

Pela construção tradicional e patrimonialista de Friedman, a resposta é óbvia. Sob a égide da Teoria Contratualista, a resposta, pelo contrário, pode soar pueril: porque isso é o que foi combinado.

Já vimos que a figura da sociedade surgiu como uma forma de, por um lado, facilitar a conjugação em grande escala de esforços e recursos provenientes de diferentes fontes e, por outro, de possibilitar a limitação da responsabilidade dos empreendedores, e proteger o patrimônio investido das dívidas pessoais dos demais sócios. Nesse sentido, não havia lógica para que a exploração de uma atividade econômica por meio de uma sociedade se mostrasse menos vantajosa do que a sua exploração individual por uma pessoa física – que, obviamente, iria levar em conta somente os próprios interesses. Na verdade, se a exploração por meio de uma sociedade se mostrasse menos vantajosa do que a exploração individual – se, no primeiro caso fosse necessário o atendimento a outros interesses que não os daquelas pessoas que

---

Direito para possibilitar que os fornecedores dos fatores de produção (trabalho, capital, tecnologia e insumos) e os demais *stakeholders* estabeleçam contratualmente as regras pelas quais sua atuação conjunta se dará, fixando qual será o risco e o retorno de cada um. A personalização da sociedade, com as características decorrentes já mencionadas, é um requisito para que essa criação abstrata seja apta a congrega esses interesses de maneira eficiente. Assim, somos da opinião de que a Teoria Contratualista plenamente conciliável com o Direito positivo brasileiro.

escolheram investir em determinado empreendimento- talvez tal figura jurídica não tivesse alcançado a disseminação que se verifica atualmente.

Assim, tradicionalmente, dentro do *agreement* celebrado a fim de possibilitar a exploração de uma atividade econômica por meio de uma sociedade, aos acionistas eram garantidos os seguintes direitos: recebimento dos lucros gerados pelo empreendimento e da sua participação sobre o patrimônio da sociedade em caso de dissolução. Por outro lado, era exigido deles que assumissem o risco de insucesso do negócio, situação em que poderiam perder parte ou todo o dinheiro investido naquele empreendimento.

Ressalte-se que a situação do acionista é, de longe, a de maior risco, uma vez que é o único que possui um retorno absolutamente incerto e, logo, desconhecido previamente. Ao acionista cabe o “resto”, ou seja, o lucro, se houver.

Todos os outros envolvidos com a sociedade – sejam credores, fornecedores, empregados ou qualquer outro- possuem, de uma forma ou de outra, o retorno de seu investimento pré-fixado. Os credores, que emprestam capital, recebem na forma dos juros; os empregados, que investem seu trabalho, recebem na forma de salários e diversas outras verbas e benefícios; os fornecedores, que aportam os insumos, recebem na forma do preço; o governo, que fornece infraestrutura e o arcabouço legal que possibilita o exercício das atividades, recebe por meio de tributos. O risco de não recebimento existe para todos, embora não reste dúvida de que o risco do acionista é infinitamente superior – além de não ter um retorno pré-fixado ou qualquer garantia, é o último a receber.

Diante desse cenário, em que diferentes pessoas contratualmente envolvidas com a consecução do fim econômico buscado pela sociedade possuem diferentes aportes e diferentes retornos, sujeitos a diferentes regras, é que se estabeleceu que, uma vez que os acionistas são os últimos a receber e seu retorno é incerto (tanto na existência quanto na extensão), a sociedade deve, após cumprir suas obrigações contratuais e legais com os *stakeholders*, buscar a maximização do retorno dos acionistas. Ou seja, considerando que os acionistas suportam o maior risco, desde que pagos os salários, os tributos, os

juros, e as demais obrigações àqueles que possuem seus retornos pré-fixados, os administradores devem dirigir sua gestão no sentido de maximizar o retorno daqueles que não possuem qualquer garantia e assumem o maior risco: os acionistas.

Outro ponto importante a respeito dessa questão, mencionado por Bainbridge, é a possibilidade de os *stakeholders* (o autor prefere a expressão *nonshareholders constituencies*) protegerem contratualmente as suas pretensões perante a sociedade. Ora, os fornecedores e credores podem exigir garantias reais ou pessoais. Os empregados e o fisco, apesar de não possuírem, via de regra, garantias prévias de seus créditos<sup>149</sup> (consideramos garantias prévias aquelas fixadas em momento anterior ao inadimplemento, como garantias pessoais e reais), possuem enorme proteção legal a seus créditos, o que se extrai de diversas disposições. Um exemplo é sua condição de credores privilegiados em caso de falência<sup>150</sup>, mas podemos citar também regras

---

<sup>149</sup>Os empregados e o fisco são considerados credores não negociais, no sentido de que, pela sua natureza, seus créditos não podem ser objeto de garantia pré-inadimplemento, e a margem de negociação entre as partes é mínima. Parte da doutrina e da jurisprudência considera que essas características justificariam a aplicação mais abrangente da Teoria da Desconsideração da Personalidade Jurídica (chamada por Fábio Ulhoa de teoria “menor” da desconsideração, que é caracterizada por dispensar a utilização fraudulenta da pessoa jurídica, bastando para sua aplicação a ocorrência de prejuízo aos credores), o que seria justificado pelo fato de que esses credores não poderiam se proteger contra o inadimplemento da sociedade, e assim seria justificável que suas chances de recebimento fossem alargadas por meio da aplicação dessa teoria. Sobre a teoria “menor” da desconsideração, leciona Fábio Ulhoa, na obra citada, v. II, fl. 46:

“A teoria menor da desconsideração é, por evidente, menos elaborada que a maior. Ela reflete, na verdade, a crise do princípio da autonomia patrimonial, quando referente a sociedades empresárias. O seu pressuposto é simplesmente o desatendimento do crédito titularizado perante a sociedade, em razão da insolvabilidade ou falência desta. De acordo com a teoria menor da desconsideração, se a sociedade não possui patrimônio, mas o sócio é solvente, isso basta para responsabilizá-lo por obrigações daquela. A formulação menor não se preocupa em distinguir a utilização fraudulenta da regular do instituto, nem indaga se houve ou não abuso de forma. Por outro lado, é-lhe de todo irrelevante a natureza negocial do direito creditício oponível à sociedade. Equivale, em outros termos, à simples eliminação do princípio da separação entre pessoa jurídica e seus integrantes. Se a formulação maior pode ser considerada um aprimoramento da pessoa jurídica, a menor deve ser vista como o questionamento de sua pertinência, enquanto instituto jurídico”.

Não concordamos inteiramente com essa assertiva. Entendemos que mesmo os créditos trabalhistas e tributários podem ser objeto de garantia por seus credores. Ora, qual a diferença entre um empregado que exige um salário maior para ir de uma grande empresa para uma empresa média ou pequena (onde o risco de inadimplemento de seu salário é maior) e um banco que exige taxas de juros maiores ao emprestar dinheiro a uma sociedade com patrimônio modesto em comparação com outra que possui mais bens? O fisco, por sua vez, apesar de não contar atualmente com uma forma de garantia negociável de seus créditos, possui a prerrogativa de unilateralmente elevar o valor de seu retorno – por meio do aumento da carga tributária-, ajustando-o à inadimplência dos contribuintes, o que inevitavelmente, é uma forma de proteção a seus interesses.

<sup>150</sup> O Art. 83 da Lei de Falências (11.101/2006) dispõe no seguinte sentido:

“Art. 83. A classificação dos créditos na falência obedece à seguinte ordem:  
I – os créditos derivados da legislação do trabalho, limitados a 150 (cento e cinquenta) salários-mínimos por credor, e os decorrentes de acidentes de trabalho”;

...

processuais mais benéficas para a cobrança judicial desses débitos<sup>151</sup>, a existência de multas elevadas em caso de inadimplemento<sup>152</sup>, e o alargamento da possibilidade de cobrança desses créditos dos sócios<sup>153</sup>. Além disso, os empregados contam com a proteção sindical e de outros grupos de pressão, bem como uma série de benefícios legais, destinados a aumentar seu ganho e, por consequência, reduzir os prejuízos em caso de eventual não recebimento de seus créditos.

Igualmente, a comunidade onde se instala uma fábrica pode exigir que, em troca da doação de um terreno ou da concessão de um benefício fiscal, a sociedade se obrigue a gerar um número determinado de empregos, contratar somente residentes da cidade,

---

<sup>151</sup> A título de exemplo, ver art. 20, §4º, 27, 188, 277 475,II e 578, parágrafo único, dentre outros, todos do Código de Processo Civil e 791 e 840, ambos da Consolidação das Leis do Trabalho.

<sup>152</sup> A título de exemplo, ver art. 467 e 477 da Consolidação das Leis do Trabalho e 944 e seguintes do Regulamento do Imposto de Renda.

<sup>153</sup> No âmbito da jurisprudência trabalhista, a possibilidade de cobrança das dívidas sociais contra os sócios é pacífica. A título de exemplo, verifique-se o seguinte julgado do Tribunal Superior do Trabalho, que apesar de fazer menção à fraude, deixa clara a possibilidade de cobrança dos sócios de dívidas trabalhistas da sociedade, desde que inadimplidas. Na verdade, considera-se o inadimplemento de verba trabalhista como inerente fraudulento, e os sócios como solidariamente responsáveis por tais dívidas, juntamente com a sociedade:

*“RESPONSABILIDADE SOLIDÁRIA – SÓCIO COTISTA – TEORIA DA DESCONSIDERAÇÃO DA PESSOA JURÍDICA - ENCERRAMENTO DAS ATIVIDADES DA SOCIEDADE SEM QUITAÇÃO DO PASSIVO LABORAL - Em sede de Direito do Trabalho, em que os créditos trabalhistas não podem ficar a descoberto, vem - se abrindo uma exceção ao princípio da responsabilidade limitada do sócio , ao se aplicar a teoria da desconsideração da personalidade jurídica (disregard of legal entity) para que o empregado possa, verificando a insuficiência do patrimônio societário, sujeitar à execução os bens dos sócios individualmente considerados, porém solidária e ilimitadamente, até o pagamento integral dos créditos dos empregados, visando impedir a consumação de fraudes e abusos de direito cometidos pela sociedade. (Ação Rescisória nº TST-ROAR-545.348/99.4, Rel. Min. Ronaldo Leal, j. em 27/03/2001.)”*

Em relação às dívidas tributárias, o Código Tributário Nacional dispõe, em seu artigo 135, que os diretores, gerentes ou representantes de pessoas jurídicas de Direito Privado responderão pelas obrigações tributárias da sociedade que decorram de atos praticados com excesso de poderes, infração de lei, contrato social ou estatutos. Entretanto, parte da jurisprudência passou a entender que o mero não pagamento de tributos poderia ser indicado como a infração à legislação que ensejaria a responsabilização dos administradores pelas obrigações tributárias. Tal interpretação, em nossa opinião, é absurda, uma vez que tornaria os administradores, na prática, solidariamente responsáveis pelas dívidas tributárias não pagas, o que não entendemos ser a intenção do legislador. Entretanto, apesar de não ser unânime, o Superior Tribunal de Justiça tem decidido no sentido de que o mero inadimplemento da obrigação tributária não caracterizaria a infração à lei preconizada pelo art. 135 do CTN:

*“PROCESSUAL CIVIL E TRIBUTÁRIO. AGRAVO REGIMENTAL NOS EMBARGOS DE DECLARAÇÃO NO AGRAVO DE INSTRUMENTO. RESPONSABILIDADE DOS SÓCIOS. CERTIDÃO DE DÍVIDA ATIVA. INCLUSÃO DE CORRESPONSÁVEL. SÚMULA N. 7 DO STJ. 1. A jurisprudência do STJ entende que as hipóteses de responsabilidade tributária previstas no art. 135 do CTN não tratam de mero inadimplemento da sociedade, e sim da conduta dolosa ou culposa por parte do diretor da pessoa jurídica. Ocorre que o ônus da prova na comprovação da responsabilidade de sócio cujo nome não consta da CDA é do exequente e, quando o nome do responsável consta da CDA, o ônus é deste, em face da presunção juris tantum de legitimidade da CDA, cabendo-lhe demonstrar que não se faz presente nenhuma das hipóteses autorizadas do art. 135 do CTN. (AgRg nos EDcl no Ag 1147637 / MG, Rel. Min. Benedito Gonçalves, Primeira Turma, j. em 09/03/2010).”*

assumir o compromisso de comprar de fornecedores locais ou se manter na cidade por um período mínimo. Em todas as situações, são formas efetivas dos *stakeholders* protegerem os interesses que possuem frente à sociedade. Além disso, como afirma Bainbridge<sup>154</sup>, os *stakeholders* possuem possibilidade de ajustar suas garantias, quando se deparam com um aumento do risco a que estão sujeitos. Por exemplo, os empregados podem exigir um aumento caso sintam que o risco de inadimplemento da sociedade se elevou, e os bancos podem demandar a renegociação dos contratos, com elevação dos juros e redução dos prazos de pagamento. Desnecessário dizer que os acionistas não possuem qualquer um desses benefícios. São os últimos a receber, seus créditos são incertos e não possuem qualquer garantia.

Além do mais, Bainbridge ressalta que o poder de interferência dos acionistas na gestão das sociedades abertas é pequeno, e se resume à escolha dos membros do Conselho de Administração e aprovação de algumas poucas matérias<sup>155</sup>. Assim, por mais paradoxal que possa parecer, o poder de ingerência dos acionistas sobre a gestão

---

<sup>154</sup> Ob. cit., nota nº. 76, p. 1443

<sup>155</sup> No Direito brasileiro, a Assembleia Geral possui competência mais ampla. De acordo com o art. 122 da Lei de Sociedades Anônimas, compete exclusivamente à Assembleia Geral: *I - reformar o estatuto social; II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142; III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas; IV - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto no § 1º do art. 59; V - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120); VI - deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social; VII - autorizar a emissão de partes beneficiárias; VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e IX - autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.* Entretanto, entendemos que, apesar disso, é válida a premissa de que os acionistas interferem pouco na condução dos negócios de companhias abertas. Nenhuma das matérias de deliberação exclusiva da Assembleia diz respeito à consecução dos negócios da companhia, exceto talvez a autorização para emissão de debêntures, o que demonstra a pequena margem de interferência dos acionistas na gestão da companhia. Todas as demais dizem respeito à própria estrutura da sociedade e da relação entre os acionistas, além, obviamente, da eleição e tomada de contas dos administradores.

Entretanto, a afirmação de que os acionistas interferem pouco na gestão da sociedade deve ser apreendida *cum grano salis* quando tratamos de companhias com estrutura acionária concentrada (como ainda é o caso do mercado acionário brasileiro, não obstante haja tendência em sentido contrário). Apesar de, em tese, as prerrogativas dos acionistas serem as mesmas, o controlador, em razão de sua acentuada posição acionária, possui o poder de escolher, direta ou indiretamente, os administradores, podendo, logo, influir de forma mais acentuada sobre a gestão da companhia do que nos casos de companhias com capital disperso. Entretanto, essa constatação não abala a afirmação de que os acionistas em geral possuem âmbito restrito de influência na gestão da companhia. Não se deve confundir a posição do acionista controlador com o daquele que, além de controlador, exerce também funções administrativas na companhia (geralmente como membro do Conselho de Administração) e que, assim, obviamente, influi de forma abrangente na gestão da sociedade.

da sociedade é pequeno. Tendo em vista a ampla proteção conferida pela *Business Judgment Rule* aos administradores, na maioria esmagadora dos casos, a única opção que os acionistas possuem diante de administradores que desatendem de forma sistemática seus interesses é se negar a investir novos valores nessas sociedades - ou cobrar mais caro por isso-, o que, por consequência, eleva o custo de autofinanciamento dessas sociedades, que têm que se financiar por meio de recursos de terceiros (contração de dívida), o que muitas vezes envolve custos mais elevados. Por outro lado, o desatendimento aos interesses dos *stakeholders* pode gerar consequências muito mais graves e iminentes, como a dificuldade em conseguir empregados qualificados, elevação imediata das taxas de juros pagas em empréstimos, greves, pressão da sociedade, boicote de consumidores, políticas governamentais desfavoráveis, etc<sup>156</sup>. Assim, não só os *stakeholders* possuem melhores condições de negociar formas de proteção a seus interesses, como também as consequências do desatendimento desses interesses pela sociedade são muito mais graves para esta.

Sobre essa proteção, Bainbridge assevera:

*“A regra de maximização dos ganhos dos acionistas é baseada em leis de alocação de ganhos há muito estabelecidas, sob as quais aqueles envolvidos com o funcionamento da sociedade que não detenham participação acionária são pagos primeiro, mas os acionistas tem direito a tudo o que sobrar após a satisfação dos direitos dos primeiros. Em sentido contrário, o modelo de Green dá àqueles envolvidos com o funcionamento da sociedade que não detenham participação acionária uma segunda “mordida na maçã”. Entretanto, como veremos, os envolvidos com o funcionamento da sociedade que não detenham participação acionária podem adequadamente proteger seus direitos através de medidas contratuais e políticas. Isso faz a segunda mordida tanto desnecessária quanto desmerecida. Existe um velho*

---

<sup>156</sup> A título de exemplo, podemos citar as dificuldades enfrentadas por algumas companhias brasileiras durante a crise econômica de 2008. A EMBRAER, em razão da queda abrupta e expressiva de seus negócios, foi obrigada a demitir grande número de empregados, entretanto essa medida necessária foi contestada judicialmente, tendo sido concedida medida liminar (em nossa opinião teratológica) que proibia a companhia de fazer as demissões antes de negociar com o sindicato da categoria. Da mesma forma, o BNDES tem, ao menos de acordo com a imprensa, vinculado a concessão de empréstimos à política de demissões das companhias (vide, por exemplo, reportagem da Folha de São Paulo: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u110585.shtml>, acessado em 22 de dezembro de 2010). Verifica-se, assim, que os empregados – da mesma forma que outros *stakeholders*- possuem meios eficazes de pressionar as companhias a fim de terem seus interesses atendidos, diferentemente dos acionistas.

*ditado: “Deus ajuda àqueles que se ajudam”. Da mesma forma faz a lei. Empregados, comunidades e outras pessoas envolvidas com o funcionamento da sociedade mas que não detenham participação acionária não são protegidos dos Tribunais. Se eles mesmo falham em se proteger, por que a lei deveria os dar uma segunda mordida na maçã?*<sup>157</sup>

Diante dessa situação, nos parece plenamente justificável que os acionistas possuam a prerrogativa de ter a sociedade gerida de forma a maximizar seu retorno, tendo em vista que são sujeitos ao maior risco e que fornecem o aporte mais importante para o empreendimento. Entretanto, Bainbridge ressalta questão já abordada na parte final do capítulo II: a maximização do retorno dos acionistas é uma decorrência lógica e necessária do modelo defendido por Friedman, mas não do modelo contratual de sociedade. Considerando que nesse último os diversos envolvidos com a sociedade possuem o retorno de seus investimentos fixados por meio contratual, nada impediria, em tese, que esses acordos ou a própria lei fixassem a obrigação de que a sociedade fosse gerida no interesse não só dos acionistas, mas também dos *stakeholders*. A questão central se resume a se isso seria desejável, e não se seria possível.

Para Ronald M. Green<sup>158</sup>, a resposta é positiva<sup>159</sup>. O autor defende que o dever de fidúcia dos administradores tem como destinatários não somente os acionistas<sup>160</sup>,

---

<sup>157</sup> Ob. cit. p. 1434. Tradução livre do autor. Versão original:

*“The shareholder wealth maximization norm is premised on long-standing gain allocation rules, under which nonshareholder constituencies are paid first, but shareholders are entitled to whatever is left over after all of the formers’ claims are satisfied. In contrast, Green’s model gives nonshareholder constituencies a second bite at the apple. As we shall see, however, nonshareholder constituencies can adequately protect their claims through the contracting and political processes. This makes a second bite both unnecessary and wholly undeserved. There is an old saying: “God helps those who help themselves.” So too does the law. Employees, local communities, and other nonshareholder constituencies are not wards of the court. If they fail to protect themselves, why should the law give them a second bite at the apple?”*

<sup>158</sup> GREEN, Ronald. M. Shareholders as Stakeholders: Changing Metaphors of Corporate Governance. Wash & Lee Law Review, 50, p. 1409-1421, 1993.

<sup>159</sup> No mesmo sentido, DODD, E. Merrick, For Whom are Corporate Managers Trustees?, 45 Harv. L. Rev. 1145, 1148 (1932). Dodd e Berle, nos textos já citados, travaram, da década de 30, notória “batalha” sobre a extensão das obrigações dos administradores perante os acionistas e os *stakeholders* (à época, tal expressão não era utilizada). O primeiro defendia, como já visto, a maximização irrestrita do retorno dos acionistas, enquanto o segundo defendida que a gestão deveria se dar não somente em benefício dos acionistas, mas também dos demais interessados, como empregados e consumidores.

<sup>160</sup> Segundo a doutrina societária americana, os administradores possuem dever de fidúcia perante os acionistas (e não perante qualquer outra pessoa), que, apesar de não ser mencionado pela Lei de Sociedades Anônimas, entende-se como abarcado pelo chamado dever de lealdade, previsto no art. 155



mas todos os *stakeholders* (*multifiduciary stakeholders perspective*). Assim, ao gerir a sociedade, deveriam levar em conta os interesses de todos *stakeholders*, ainda que em detrimento do interesse dos acionistas.

Os argumentos apresentados pelo autor não convencem. Em primeiro lugar, diz que a metáfora segundo a qual os acionistas teriam o seu patrimônio gerido pelos administradores— perante quem esses últimos possuem uma série de deveres -, por meio de relação contratual caracterizada como um relacionamento de agência, não refletiria a realidade. Para ele, os direitos dos acionistas não seriam patrimoniais – eles não seriam donos da sociedade- e os administradores estariam obrigados perante a última, e não os primeiros. Afirmo ainda que, atualmente, os acionistas de companhias abertas adquirem suas participações no mercado acionário e que, assim, não haveria real negociação entre eles e os administradores das sociedades das quais são sócios, o que afastaria a alegada relação contratual entre os mesmos. Segundo ele, atualmente, os acionistas possuem pequeno percentual de sua propriedade investido em cada sociedade e, em tese, não dependeriam dos seus resultados econômicos para sua sobrevivência. Ainda segundo o autor, em razão disso, não haveria comprometimento dos acionistas perante a sociedade, pois eles podem se desfazer de suas ações facilmente mediante venda no mercado caso discordem das decisões tomadas pelos administradores. Vejamos:

*“Além disso, se eles não gostam das políticas ou as decisões assumidas por uma sociedade na qual investiram, são livres para, a qualquer momento, vender suas ações em um mercado público e muito ativo. Nesse sentido, acionistas hoje tem pouco comprometimento com as firmas nas quais investem: nem são comprometidos a uma firma, no sentido moral de se importarem com suas perspectivas, nem são comprometidos no sentido prático de terem ligado o seu futuro ao da sociedade. Essa falta de comprometimento essencial dos acionistas cria uma realidade moral muito*

---

daquela norma. Sobre o dever de lealdade, leciona com a habitual propriedade o Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima: *“Lealdade significa sinceridade, franqueza, honestidade”*, na ob. cit. p. 181. Segue, então, apontando como corolários da lealdade, o dever de informar, de guardar sigilo, de não usurpar oportunidade da companhia, de só negociar com a companhia em condições razoáveis e equitativas, de não se valer de informações privilegiadas na negociação de valores mobiliários da companhia e de votar no interesse da companhia.

*diferente daquela na qual se baseia o modelo proprietário-agente ou qualquer outra forma de relação fiduciária.*<sup>161</sup>

Green continua, defendendo que a falta de compromisso dos acionistas com a sociedade – que aparentemente justificaria a falta de compromisso dos administradores em relação aos acionistas- decorreria também da consagrada regra da limitação da responsabilidade, segundo a qual os sócios não respondem por dívidas da sociedade além do limite até o qual se comprometeram a investir. Segundo o autor, os acionistas arcariam integralmente com os bônus decorrentes da propriedade detida, mas não com os ônus.

O autor aborda, ainda, o problema dos “dois mestres”. Trata-se de argumento comumente levantado pelos defensores da *wealth maximization rule*, e se sustenta na verificação de que um agente, subordinado a dois ou mais grupos de interesses conflitantes (principais) não possui parâmetros para balizar suas ações, e pode acabar por não atender a nenhum deles. Assim, se os administradores forem livres para atender aos interesses de quaisquer *stakeholders*, diante da falta de um norte a orientar suas ações (como é a maximização do retorno dos acionistas sob a WMR), poderão não atender a nenhum deles – geralmente, agirão em interesse próprio.

Em relação a esse ponto, Green minimiza as dificuldades decorrentes da pluralidade de “mestres”. Para ele, vários profissionais como médicos e advogados comumente se vêem em situações onde precisam decidir entre o atendimento a interesses diversos, muitas vezes conflitantes, não havendo razão para que essa pluralidade seja colocada como óbice ao modelo multifiduciário por ele proposto, prevendo que os parâmetros legais de atuação dos administradores se desenvolveriam naturalmente. Nas palavras do autor:

---

<sup>161</sup> Ob. cit. p. 1414. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Furthermore, if they do not like the policies or directions taken by a firm in which they have invested, they are free at any time to sell their stock in a very active public market. In these respects, shareholders today have little commitment to the firms in which they invest: there are neither committed to a firm, in the moral sense of caring about its prospects, nor are they committed in the practical sense of having joined their fate to the company’s. This essential lack of commitment by shareholders creates a moral reality very different from that presumed in the owner-agent model or in any form of fiduciary relationship.”*

*Na verdade, pessoas a quem se confiam decisões no interesse de terceiros comumente se vêem divididas entre obrigações igualmente meritórias. Em negociações complexas ou quando atendem a um grupo de clientes, advogados frequentemente são chamados a representar diversas pessoas cujos interesses não coincidem.*

...

*Apesar de tais conflitos serem menos comuns na medicina, sua proliferação é esperada, quando médicos e enfermeiros trabalham em ambientes crescentemente complexos no que concerne os aspectos profissional e organizacional. Em áreas como o aconselhamento genético, eles já se vêem servindo a múltiplos indivíduos dentro de famílias cujos interesses freqüentemente competem. Em todas as situações, espera-se desses profissionais que façam o melhor que puderem, tanto desenvolvendo quanto trabalhando de acordo com prioridades razoáveis e defensáveis. Por que não pode se exigir o mesmo dos Conselheiros e Diretores?*

...

*Eventualmente, seria esperada a elaboração de legislação estabelecendo uma lista de diferentes prioridades para os gestores. Dentro desse esquema, os acionistas seriam um grupo de stakeholders entre outros. Normalmente, eles seriam considerados como primus inter pares no sentido de que eles tem prioridade nas decisões fiscais diuturnas. Mas seus interesses podem ser explicitamente subordinados em casos nos quais certos tipos de inconvenientes ou danos sérios ameacem outros stakeholders”<sup>162</sup>*

---

<sup>162</sup> Ob. cit. p. 1418. Tradução livre do autor. Versão original:

*“In fact, fiduciaries of various sorts commonly find themselves pulled between compelling duties. In complex negotiations or when they serve groups of clients, attorneys frequently are asked to represent multiple parties whose interest do not coincide.*

...

*Although such conflicts are less common in medicine, they can be expected to proliferate as physicians and nurses work in increasingly complex organizational and professional environments. Already, in areas like genetic counseling, practitioners find themselves serving multiple individuals within families whose interests often compete. In all these instances, professionals are expected to do the best they can both by developing and working within a framework of reasonable and defensible priorities. Why cannot corporate directors and seniors managers be asked to do the same?*

...

*Eventually, we would expect the elaboration of a body of law establishing a slate of varied priorities for corporate managers. Within this framework, shareholders would be one stakeholder group among others. Normally, they would be regarded as primus inter pares in the sense that they have*

Como vimos, Green defende inicialmente que a falta de compromisso dos acionistas perante a sociedade decorreria da suposta ausência de real comprometimento dos primeiros em relação à segunda. Segundo ele, a situação dos acionistas de companhias abertas diferiria muito da relação tradicional em que um administrador gerencia bens de terceiros. Pelo que se extrai do texto, os deveres do administrador de uma propriedade rural perante o seu proprietário não poderiam ser exigidos dos administradores de sociedades abertas, uma vez que os acionistas destas não teriam “compromisso” com a sociedade, dela não dependeriam e poderiam, a qualquer tempo, alienar sua participação acionária no mercado.

Para Green, essas feições descaracterizariam o relacionamento de agência entre administradores e acionistas, afastando a regra segundo a qual o agente deve agir no interesse do principal.

A comparação com a situação do administrador de uma propriedade rural é interessante, porém, em nossa opinião, leva a conclusão diametralmente oposta à que chegou Green. Imaginemos que seu proprietário contrate um capataz para administrar a fazenda. Ao fazê-lo, qualquer pessoa espera que o capataz aja no exclusivo interesse econômico do proprietário, escolhendo as culturas com o maior retorno financeiro, empregando a tecnologia com o melhor custo-benefício, empregando funcionários com a qualificação mínima para o bom desempenho de suas funções, respeitando a legislação trabalhista e ambiental, adquirindo os insumos com o melhor preço disponível. Em suma, maximizando o retorno do detentor da propriedade.

Para Green, o relacionamento entre os acionistas e administradores de sociedades abertas diferiria em muito daquele existente entre o capataz e o proprietário da fazenda. E isso autorizaria que, ao administrá-la, os interesses dos acionistas fossem colocados de lado, em detrimento dos *stakeholders*.

Entendemos que o autor se engana por diversos motivos. A uma, não há efetiva diferença estrutural entre as duas situações. Em ambas, existe, inegavelmente, um

---

*priority in day-to-day fiscal decision-making. But heir interests might be explicitly subordinated in cases in which certain kinds of serious inconveniences or harms threaten other.”*

relacionamento de agência, ou seja, uma situação na qual alguém é encarregado de administrar uma riqueza que não lhe pertence integralmente. E em ambos os casos, os agentes – administradores, em um caso, e o capataz em outro- devem prestar contas de sua gestão aos detentores das riquezas – acionistas, em um caso, e o proprietário da fazenda, em outro. Nos dois casos, os agentes devem agir no interesse dos detentores da riqueza, dentro do espectro de liberdade a eles concedido pela lei. Nas duas situações, os agentes, ao decidirem, se verão em situações nas quais, ao atender aos interesses dos principais, estarão prejudicando os interesses de alguns *stakeholders*.

Obviamente, as situações não são idênticas. Elas diferem muito, não há dúvida, mas em razão da escala dos dois empreendimentos comerciais, e das demais circunstâncias próprias de cada um. Porém, em nossa opinião, essas diferenças não afastam a característica principal que aproxima as duas situações, que é a existência, em ambas, de um relacionamento de agência, na forma descrita por Jensen e Meckling.

É certo que na relação entre o capataz e o proprietário da fazenda, existe um contato pessoal intenso e efetiva relação de confiança. Porém, o proprietário constantemente faz visitas à fazenda a fim de verificar, *in loco*, como está sendo feita sua gestão e exige do mesmo comprovantes dos gastos em que incorre e das receitas que recebe, a fim de analisar a correta destinação desses recursos. Por outro lado, conta com os lucros oriundos da exploração daquela propriedade para sua subsistência.

Já em uma companhia aberta, não podemos refutar a afirmação de Green de que não há, na maior parte das vezes, qualquer relacionamento entre os acionistas (ao menos os não controladores) e os diretores e conselheiros. Muitas vezes, os primeiros nem sabem quem são os últimos. Da mesma forma, é comum que investidores detenham posições acionárias em dezenas de companhias abertas, não dependendo economicamente de nenhuma delas em especial para sua subsistência.

Entretanto, essas características são fruto de uma estrutura legal criada com um objetivo claro: viabilizar a captação da poupança de milhares de pessoas por sociedades que investirão tais valores no desenvolvimento de suas atividades. A fim de que a população se sinta segura para realizar tais investimentos, a legislação cria uma série de

mecanismos de controle que visam diminuir os riscos de que tais valores sejam mal utilizados por aqueles a quem incube a tarefa de administrar a sociedade. Daí, a previsão das obrigações dos administradores no exercício de suas funções – deveres de informar, de lealdade, de diligência – bem como o estabelecimento de meios de controle, como o Conselho Fiscal, a obrigação de prestação de contas anuais e a supervisão por parte de órgãos reguladores estatais.

Além disso, existem outras regras que visam incentivar o aporte de recursos por particulares em companhias abertas, como a limitação da responsabilidade dos acionistas por dívidas da sociedade e a possibilidade de desfazimento do investimento – mediante venda- de maneira fácil e quase instantânea, o que por sua vez permite a diversificação de investimentos em diversas companhias, o que reduz sensivelmente as perdas decorrentes de riscos “pontuais” ou “setoriais”, ou seja, relacionados a uma sociedade ou a um setor específico da Economia.

Entretanto, todas essas disposições não são nada além do que regras-padrão que visam incentivar e viabilizar o financiamento de determinada atividade por uma base extremamente alargada de pessoas. Sua existência torna, em tese, desnecessária qualquer negociação entre os pequenos acionistas e os administradores, ou mesmo qualquer ato de fiscalização por parte dos mesmos – não entraremos no mérito da efetividade dos controles legais. Caso essas regras-padrão não existissem, a captação de recursos em grande escala seria inviável, restringindo as opções de financiamento próprio, que muitas vezes, como já visto, é mais barato do que a contração de dívida.

Como já discutido, as regras-padrão, em tese, refletem o resultado que decorreria da efetiva negociação entre dois agentes racionais, o que torna desnecessário, assim, que tal negociação ocorra, reduzindo os chamados “custos de negociação”. Assim, o fato de não existir efetiva negociação entre acionistas e administradores, ou de que aqueles não desempenhem real supervisão sobre as atividades da sociedade, decorre da existência de uma estrutura legal que torna isso desnecessário, a fim de incentivar o investimento em companhias abertas.

Entretanto, pelo raciocínio de Green, a existência dessa estrutura desvirtuaria o relacionamento de agência entre os acionistas e os administradores. Em outras palavras, por contarem com uma estrutura que facilita enormemente o investimento em uma companhia aberta, os acionistas “perderiam” o direito de exigir dos administradores a mesma postura e comprometimento que o dono da fazenda exige de seu capataz. Ora, nada mais ilógico.

Tal estrutura consiste em mera decorrência do reconhecimento da importância do desenvolvimento das companhias abertas que, com o financiamento oriundo das captações feitas por meio de lançamento de ações, criam empregos, recolhem tributos e oferecem produtos e serviços à população. Entretanto, a alegada falta de compromisso dos acionistas com a sociedade não altera o fato de que, não obstante a personalização da sociedade, seus administradores gerem patrimônio que não lhes pertence, e devem fazê-lo no interesse dos acionistas. Como já vimos, pela Teoria Contratualista, a primazia dos interesses dos acionistas não é uma conclusão obrigatória. Porém, em nossa opinião, é a correta.

Como iremos ver a seguir, a tese de Green chega a ser contraditória, uma vez que, ao autorizar os administradores a desconsiderarem os interesses dos acionistas – que voluntariamente aportam seu capital exatamente porque sabem que existe estrutura legal que garante que seus interesses serão privilegiados na gestão da companhia – estaríamos, indubitavelmente, afastando os investidores. Se, ao comprar uma fazenda, é lícito esperar que seu capataz vá administrá-la de forma a atender sempre aos interesses do proprietário, e ao adquirir ações alguém possa correr o risco de ter seu retorno reduzido em razão do atendimento, pelos administradores, de interesses de terceiros, não é muito difícil imaginar que o investimento em ações seria preterido por outros onde os detentores de capital possam garantir que a gestão do mesmo se dará em seu exclusivo interesse.

Ora, qual a justificativa para a defesa da discricionariedade dos gestores de atenderem aos interesses dos *stakeholders* somente em companhias abertas? Se essa tese é realmente sólida, por que não defender que qualquer pessoa que gere bens de terceiros possa atender aos interesses dos *stakeholders* em detrimento dos detentores daquela

riqueza? Imagine-se o capataz de nosso exemplo tentando justificar ao proprietário da fazenda porque adquiriu insumos mais caros e de menor qualidade para ajudar um fornecedor local em detrimento de uma multinacional; explicando que não adquiriu determinada máquina agrícola que poderia reduzir os custos de produção para evitar a demissão de alguns trabalhadores ou ainda dizendo que optou por plantar batatas em vez de cebolas, porque a comunidade onde a fazenda está inserida necessita dos tubérculos para sua alimentação, não obstante a segunda opção pudesse gerar maiores receitas de venda. Soa absurdo. Por que autorizaríamos os administradores de companhias abertas a fazer o mesmo?

Outro ponto que torna a tese insustentável é sua inconsistência, quando confrontada com a constatação de que as premissas sobre as quais se sustenta muitas vezes não se verificam. Como visto, para Green, a falta de comprometimento dos acionistas com a sociedade justificaria que a gestão da mesma se desse em detrimento dos mesmos. Ora, apesar de não ser a regra no Brasil, existem acionistas minoritários que, durante anos, adquiriram, aos poucos, ações de determinada companhia e assim possuem todos os seus investimentos concentrados em uma única companhia. Na mesma situação, se encontram ex-funcionários de companhias abertas, que acumularam participação relevante do capital social durante a vida, mediante incentivo da própria companhia. Esses acionistas efetivamente são comprometidos com a companhia, analisam seus balanços, comparecem às Assembleias e sabem, de cor, a composição da Diretoria e do Conselho de Administração. Diferentemente do que Green advoga, o ativismo dos acionistas minoritários é um reflexo do desenvolvimento do mercado acionário, e tende a aumentar com o seu desenvolvimento. Finalmente, não podemos deixar de mencionar que, em mercados onde ainda predomina a estrutura acionária concentrada (como é o caso do Brasil), os acionistas controladores possuem íntimo contato com a sociedade, elegendo os administradores e, muitas vezes, ocupando cargos de gestão, o que demonstra, à sociedade, o comprometimento com a companhia.

Da mesma forma, existem sócios de sociedades limitadas ou mesmo proprietários de imóveis administrados por terceiros que não possuem qualquer comprometimento com sua propriedade, dela não dependem e não fiscalizam sua gestão. Por que esses poderiam exigir dos gestores que agissem exclusivamente em seu



interesse, e os primeiros deveriam suportar uma gestão que atendesse às demandas dos *stakeholders* em seu detrimento?

Concluindo, a estrutura que permite à população investir em companhias abertas é apenas isso, um conjunto de normas destinadas a viabilizar a captação em grande escala por parte das companhias e, de nenhuma maneira, desvirtua a regra de ouro segundo a qual quem gere a riqueza de terceiros deve fazê-lo, sempre, no interesse desses.

A possibilidade de gestão da sociedade no interesse também dos *stakeholders* em vez de exclusivamente dos acionistas é refutada por diversos autores, como o já mencionado Bainbridge, que em “*In Defense of the Shareholder Maximization Rule Norm: A Reply to Professor Green*” formula resposta às teses de Green.

Bainbridge inicia sua crítica comentando o ataque de Green à regra da limitação da responsabilidade dos sócios pelas dívidas da sociedade. Ao fazê-lo, Green apresenta dois argumentos principais para defender sua posição. O primeiro é aquele já visto, de que a limitação da responsabilidade dos acionistas seria um enorme benefício concedido à sociedade, uma espécie de “seguro” gratuito concedido pela lei aos sócios. O segundo, que a limitação da responsabilidade permitiria aos sócios transferirem aos *stakeholders* custos decorrentes de sua atividade econômica, repassando a eles parte do risco do seu negócio. Por isso, os *stakeholders*, a fim de serem compensados, teriam direito de exigir que a sociedade fosse gerida de forma a atender também aos seus interesses, e não somente aos dos acionistas.

Para Bainbridge, a afirmativa é falsa, pelo motivo simples de que a limitação à responsabilidade é apenas uma regra societária padrão, como tantas outras, que serve para facilitar o desenvolvimento de atividades econômicas por meio de sociedades. Como já visto, pela Teoria Contratual, a legislação dá os parâmetros que regerão as relações entre as diversas pessoas que farão os aportes necessários ao empreendimento. Algumas dessas leis contém regras cogentes, que não podem ser afastadas pelas partes (como as obrigações trabalhistas ou tributárias) e outras, regras supletivas, que servem

como um padrão destinado a reduzir os “custos de negociação”<sup>163</sup>, mas que podem ser rejeitadas ou modificadas caso as partes assim o desejem. Via de regra, quando o contrato se dá entre particulares, as regras tenderão a ser supletivas (exceto em situações excepcionais, onde uma das partes é tratada pela lei como hipossuficiente, como nas relações sujeitas ao Direito do Consumidor ou trabalhistas) enquanto quando uma das partes for o Poder Público, elas serão cogentes (normas ambientais ou tributárias, por exemplo).

A regra da limitação da responsabilidade dos acionistas visa disciplinar, por um lado, a relação interna deles e, por outro, a relação entre eles e os *stakeholders*. Por meio dela, os sócios não são responsáveis pelas dívidas da sociedade, as somente pelos valores que se obrigaram a aportar.

A posição de Bainbridge é de que essa regra é somente isso: uma regra em torno da qual os acionistas e os *stakeholders* negociam seus interesses, não representando qualquer subsídio ou vantagem dada às sociedades ou a seus sócios. Ora, o fato dos sócios poderem investir com certa tranquilidade em um empreendimento, com a possibilidade de previamente limitar as suas perdas, foi historicamente considerada a forma mais eficiente de atrair investidores para empreitadas de alto risco, que demandavam vultosos investimentos.<sup>164</sup> Por meio da limitação de responsabilidade,

---

<sup>163</sup> *Bargaining costs*, ou custos de negociação, são uma espécie de custo de transação, em que as partes incorrem ao celebrar um contato, representado pela necessidade de negociação de regras que sejam mais vantajosas a ambas. A legislação, ao definir como padrão as regras que geralmente resultam das negociações entre as partes, diminui a amplitude das negociações, reduzindo, assim, os custos envolvidos com a celebração de um contrato. Um exemplo simples é a regra segundo a qual o vendedor responde pela evicção. A lei dispõe que, normalmente, aquele que vende um bem se responsabiliza por garantir a validade da venda, devendo indenizar o comprador caso este venha a perder o bem para terceiros. Essa é a regra “natural” e intuitiva na maioria dos contratos de compra e venda, e sua definição pela lei como padrão torna desnecessário que as partes negociem esse ponto em todos os contratos de compra e venda. Entretanto, nada impede que as partes afastem a responsabilidade do vendedor pela evicção, caso seja de interesse de ambas, sendo esta, entretanto, uma regra excepcional, sobre as quais as partes devem necessariamente negociar.

<sup>164</sup> No Brasil, atualmente, a regra da limitação da responsabilidade dos sócios, corolário da autonomia patrimonial das sociedades, encontra-se seriamente comprometida em razão, por um lado, de entendimento corrente segundo o qual os sócios respondem por uma série de dívidas da sociedade (já vimos o posicionamento jurisprudencial a respeito das dívidas trabalhistas e tributárias, mas podemos citar também a desconsideração da personalidade jurídica, independentemente de fraude, prevista no art. 28 do Código de Defesa do Consumidor) e, de outro, em razão da praxe comercial de se exigir a garantia dos sócios em dívidas assumidas pela sociedade, ao menos em sociedades com número reduzido de sócios. A última hipótese não nos preocupa por se tratar, de um lado, de situação que não ocorre em companhias abertas e, por outro, por ser obrigação voluntariamente assumida pelos sócios, que poderiam simplesmente optar por pagar juros maiores caso não desejassem garantir a dívida da sociedade.

viabilizaram-se empreendimentos que dificilmente seriam tocados por pessoas físicas que tivessem que colocar todo seu patrimônio em jogo.

Porém, é uma regra que pode ser alterada pelas partes. Por exemplo, é comum que bancos exijam que os sócios prestem garantia pessoal em caso de empréstimos feitos a sociedades, principalmente no caso de companhias fechadas e sociedades limitadas. Da mesma forma, como visto, dívidas trabalhistas e tributárias, no Brasil, constantemente são cobradas dos sócios em caso de inadimplemento.

Entretanto, a pergunta que se deve fazer é a seguinte: seria interessante que a responsabilidade dos sócios pelas dívidas da sociedade fosse a regra, ao invés da exceção?

Para Bainbridge, não. A uma, caso houvesse possibilidade de responsabilização pelas dívidas das sociedades, essas teriam enorme dificuldade de captarem recursos de outra forma que não por meio de empréstimos, o que, como já visto, pode não ser a opção mais barata. Além disso, em uma situação onde as sociedades são altamente alavancadas (possuem altas dívidas em relação a seu patrimônio, tendo em vista a dificuldade de captação de recursos por meio do lançamento e valores mobiliários), os *stakeholders* possuiriam mais dificuldades em receber seu crédito, uma vez que as sociedades teriam patrimônio reduzido e grandes dívidas, o que os obrigaria a tentar receber dos acionistas. Ora, companhias abertas possuem, via de regra, uma base de acionistas ampla, composta por milhares de indivíduos e pessoas jurídicas, sendo evidente a dificuldade que os credores enfrentariam para tentar receber seus créditos. Sociedades com patrimônio elevado, decorrente do aporte feito por milhares de pequenos acionistas que se sentem seguros em investir é, na verdade, um cenário muito mais benéfico aos *stakeholders* do que se eles fossem credores de sociedades com pequeno patrimônio e altas dívidas, e tivessem que tentar receber seus créditos de milhares de acionistas espalhados, muitas vezes, pelo mundo, o que envolveria custos muitas vezes proibitivos.

---

Entretanto, a extensão aos sócios das obrigações da sociedade independentemente de fraude, bastando para isso o inadimplemento é medida nefasta que, em nossa opinião, eleva o risco – e, em consequência, o custo- da exploração de atividades econômicas, e inibe o investimento produtivo no país, tornando-o menos competitivo.

Bainbridge ainda menciona o problema do controle da qualidade de crédito. Enquanto os credores podem receber somente da sociedade, têm enorme facilidade em medir a possibilidade de recebimento e a situação financeira de seu devedor. Quando o principal garantidor deixa de ser uma sociedade capitalizada e passa a ser um conjunto de milhares de acionistas individuais, torna-se impossível ao credor verificar previamente a chance de *default*. Entendemos que, nesse caso, a sociedade estaria sujeita a exigências ainda maiores de seus *stakeholders* (taxas de juros, tributos, salários, adiantamentos a fornecedores, etc) devido ao risco aumentado de seus credores.

Bainbridge conclui, assim, que diferentemente de um subsídio, a limitação da responsabilidade é a regra mais razoável e eficaz, e aquela que agentes racionais escolheriam caso fossem negociar, o que reduz, por conseguinte, os custos de negociação, uma vez que o número de situações onde será necessária efetiva negociação a respeito da relação de responsabilidade entre sociedade e sócios será menor. Na grande maioria dos casos, como a regra-padrão (limitação da responsabilidade dos sócios) é a mais racional, ela será adotada pelas partes<sup>165</sup>.

Concordamos com Bainbridge, pelas razões apresentadas e por outras. Além de ser a única regra compatível com a atual dinâmica econômica, caracterizada por companhias globais com base acionária extremamente dispersa, a noção de que a limitação da responsabilização é um benefício ou subsídio concedido aos sócios é extremamente falaciosa e injusta.

---

<sup>165</sup> Como apontado anteriormente, em sociedades com número restrito de sócios, é praxe a extensão voluntária das dívidas sociais aos sócios. Além da extensão negocial, há também a extensão da responsabilidade por meio da aplicação – em nosso ver absolutamente ilegal e equivocada- da Teoria da Desconsideração da Personalidade Jurídica, principalmente no que concerne às dívidas tributárias e trabalhistas. Em companhias abertas, a extensão negocial da responsabilidade é impraticável, em razão das dificuldades práticas de obter a adesão de todos os acionistas. Verifica-se que nessas sociedades os credores negociais protegem seus créditos por meio de outras garantias, como garantias reais, fianças bancárias ou garantias dadas por outras companhias do mesmo grupo empresarial.

Da mesma forma, é menos comum a extensão das dívidas tributárias e trabalhistas aos sócios nessas companhias, seja porque, via de regra, os diretores não são acionistas, seja pela dificuldades práticas em atingir o patrimônio de milhares de pequenos acionistas, seja pela maior capacidade financeira das companhias que, via de regra, não deixam de quitar dívidas exigíveis, tornando desnecessária a persecução de bens dos sócios.

Não há como negar – e isso já foi abordado no capítulo IV- que a regra da limitação de responsabilidade dos sócios, ao longo da História, foi extremamente importante para que a humanidade alcançasse o grau de prosperidade e desenvolvimento tecnológico, social e cultural que possuímos hoje. Podemos dizer que foi uma das grandes criações humanas, sem a qual certamente nossa sociedade atual seria bastante diferente. Em nossa opinião, muito pior.

Ora, alguém poderia conceber, no século XV, quando a tecnologia ainda era, em comparação com os avanços que possuímos hoje, rudimentar, que alguém investisse todo o seu patrimônio pessoal em expedições marítimas que se lançariam ao desconhecido na tentativa de descobrir novas terras? A limitação da responsabilidade permitiu que diversos indivíduos, em parceria com o Estado, por meio das *joint stock companies*, financiassem tal empreendimento, de risco incalculável, sabendo, de antemão, quanto poderiam perder.

Várias tecnologias recentes partiram de ideias que pareciam arriscadas e fadadas ao insucesso. Entretanto, foram financiadas por mecanismos financeiros sofisticados, como os fundos de *venture capital* e *private equity*<sup>166</sup>, que se sustentam na regra da

---

<sup>166</sup> Os fundos de *venture capital* e *private equity* são uma forma de investimento de alto risco, em negócios com enorme potencial de crescimento. Em linhas gerais, os fundos identificam empresas promissoras, investem os recursos e os conhecimentos de gestão necessários para que o negócio cresça e, após a valorização do negócio, vendem sua participação, geralmente com expressivos lucros. A título de exemplo, negócios de sucesso como o Google e Intel foram fruto de investimentos dessa natureza. A Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital - ABVCAP define esse negócio nos seguintes termos: “Instrumento fundamental no desenvolvimento de mercados de capitais e economias emergentes, o Venture Capital e Private Equity tem se destacado de forma expressiva no Brasil. Trata-se de um tipo de investimento que envolve a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários (debênture conversíveis, bônus de subscrição, entre outros), com o objetivo de obter ganhos expressivos de capital a médio e longo prazo. Através do VC/PE, pequenas e médias empresas que pretendem transformar-se em grandes companhias, passam a dispor de oportunidades adequadas para financiar o seu crescimento, com apoio para a criação de estruturas adequadas de governança corporativa, foco no crescimento e lucratividade, bem como na sustentabilidade futura do negócio. Ao contrário dos fundos de renda variável (ações) convencionais, os fundos de *venture capital* e *private equity* são normalmente estruturados através de “condomínios fechados”, ou seja, seus investidores subscrevem as quotas no início do fundo e não há possibilidade de resgate intermediário, pois os quotistas só recebem o capital na ocasião do desinvestimento/venda do fundo nas empresas da carteira, tipicamente de 5 a 10 anos após o início do fundo. Enquanto o *venture capital* está relacionado a empreendimentos em fase inicial, o *private equity* está ligado a empresas mais maduras, em fase de reestruturação, consolidação e/ou expansão de seus negócios. A essência do investimento está em compartilhar os riscos do negócio, selando uma união de esforços entre gestores e investidores para agregar valor à empresa investida. Os investimentos podem ser direcionados para qualquer setor que tenha perspectiva de grande crescimento e rentabilidade ao longo prazo, de acordo com o foco de investimentos definido pelos investidores ou fundos.” Extraído de <http://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/sobre-o-setor.aspx>, acessado em 27 de dezembro de 2010.

limitação da responsabilidade. Se não houvesse a limitação, investidores pensariam duas vezes antes de aportar seu capital em projetos arriscados, e quando o fizessem, cobrariam taxas de retorno elevadíssimas, o que poderia tornar esses avanços inviáveis ou acessíveis a poucos.

Poder-se-ia argumentar que é correto que os sócios arquem ilimitada e pessoalmente com o risco de insucesso, uma vez que são eles que, direta ou indiretamente, são beneficiados com os louros de uma iniciativa bem sucedida o que, inclusive, é defendido por Green. Segundo ele, se os acionistas têm direito aos bônus, deveriam arcar com os ônus<sup>167</sup>. Não há dúvida de que os sócios colhem os benefícios diretos do sucesso de uma atividade empresarial, primordialmente os lucros decorrentes das mesmas. Porém, todos os *stakeholders* são também beneficiados por esse sucesso. O Governo tributa as receitas e os lucros, o que representa a socialização de parcela relevante dos ganhos que pertenceriam aos sócios. A atividade econômica próspera gera empregos e contribui para o desenvolvimento de outras atividades econômicas relacionadas – prestadores de serviços, fornecedores, etc. Finalmente, o oferecimento de novos produtos e serviços melhora a vida da população em geral, gerando efetivo desenvolvimento social. Alguém poderia afirmar que os sócios de laboratórios que desenvolvem medicamentos sofisticados para tratamento de doenças graves são os únicos beneficiados com o sucesso de sua atividade?

Diante dessa realidade, entendemos que a regra de limitação da responsabilidade é na verdade uma forma de alocação de risco, por meio da qual uma pequena parte dos prejuízos decorrente do insucesso da atividade empresarial é socializada, o que nos parece justificável, quando verificamos que, quando a empresa prospera, não só os

---

<sup>167</sup> Essa é a tese que sustenta o entendimento da Justiça do Trabalho de que as dívidas trabalhistas da sociedade, em caso de inadimplemento, devem ser cobradas dos sócios. Nesse sentido, o Tribunal Regional do Trabalho da 15ª Região: “*PENHORA SOBRE BENS DE SÓCIO - DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA. Esgotadas as possibilidades de localização de bens em nome da pessoa jurídica, a penhora recai sobre os bens dos sócios, porquanto o direito do trabalho, regido pela filosofia de proteção ao hipossuficiente, não permite que os riscos da atividade econômica sejam transferidos para o empregado. Justifica-se esse procedimento pelo fenômeno da desconsideração da pessoa jurídica, nos casos em que a empresa não oferece condições de solvabilidade de seus compromissos, permitindo que o sócio seja responsabilizado pela satisfação dos débitos, tendo em vista as obrigações pessoalmente assumidas em nome da sociedade, posto ter sido este quem auferiu real proveito.*” Agravo de petição nº. 01191-2002-016-15-00-0, TRT 15º região, Relator Nildemar da Silva Ramos, publicado em 19 de novembro de 2004.

sócios, mas também os *stakeholders* ganham. É justo que eles, desde que não haja fraude por parte da sociedade ou de seus sócios<sup>168</sup>, arquem com parte do prejuízo quando há o insucesso comercial – que muitas vezes, frise-se, decorre de fatores alheios à sociedade, como inovações tecnológicas, políticas governamentais, crises econômicas, concorrência desleal, etc. Não vemos, assim, o problema em transferir aos *stakeholders* parcela do risco do insucesso do negócio, desde que proporcional ao benefício que os mesmos auferem em caso de sucesso.

Como Bainbridge menciona às fl. 1432, existem outras maneiras de evitar que os acionistas e a sociedade transfiram aos *stakeholders* custos e riscos que deveriam ser originalmente seus; mais eficientes e que envolvem menores custos de aplicação do que a responsabilização ilimitada dos sócios. Por exemplo, leis que responsabilizam os acionistas e os administradores por abuso de poder e violação à lei e aos estatutos sociais. Acrescentamos leis que obrigam a sociedade a contratar diversas formas de seguros, de modo a evitar que os *stakeholders* venham a suportar eventuais prejuízos decorrentes da atividade empresarial. Entretanto, reiteramos que achamos justificável que os *stakeholders* arquem com parcela, ainda que reduzida, do risco do negócio- na maioria das vezes o não recebimento de seus créditos- diante da evidência de que são reais beneficiários do sucesso da empresa.

Refutamos, assim, os argumentos de Green, segundo os quais a limitação à responsabilidade configuraria espécie de favor concedido à sociedade em prejuízo dos *stakeholders*, em troca do qual poderia se exigir que a sociedade fosse gerida também no interesse desses últimos, e não dos acionistas.

Como visto, no texto de Green, o autor defende ainda que os administradores de sociedades teriam uma obrigação “multifiduciária” (*multifiduciary obligations*), isso é, ao agir teriam o dever de atender não só aos interesses dos acionistas, mas também dos *stakeholders*. Por outro lado, ao fazê-lo, teriam discricionariedade para agir de acordo com suas inclinações morais na administração da sociedade, ao optar entre quais interesses seriam atendidos (*trade-off*).

---

<sup>168</sup> No caso de fraude, como já visto, há a Teoria da Desconsideração da Personalidade Jurídica, cuja aplicação, desde que comprovada a fraude (e não o mero inadimplemento), é plenamente justificável.

A justificativa de Green, de que os acionistas, atualmente, possuem *portfolios* diversificados, investindo em diversas companhias e que, assim, poderiam arcar com a redução da lucratividade decorrente da adoção de seus modelos, é absolutamente equivocada e falaciosa, pelos motivos já apresentados e por outro. Ora, o fato de o acionista possuir participação em diversas companhias não autoriza que este tenha o retorno de seu investimento reduzido. A diversificação é estratégia de investimento que visa evitar riscos setoriais, e não vislumbramos justificativa lógica para que sua adoção represente prejuízo ao acionista. Ademais, como bem ressalta Bainbridge, caso os modelos de Green sejam adotados amplamente, acionistas com participação em diversas sociedades teriam o mesmo prejuízo daqueles que concentram seus investimentos em apenas uma: sendo uma nova *guideline* de atuação dos administradores, todos os acionistas, de todas as sociedades, teriam seu retorno reduzido, sendo indiferente o fato de terem posição acionária diversificada ou concentrada. Falacioso, por óbvio, o argumento.

Outro ponto que entendemos pertinente apontar é que a proposta de Green reduz sensivelmente o risco dos *stakeholders* e aumenta o seu retorno, sem elevar a contribuição exigida dos mesmos, o que desequilibra, obviamente, a relação entre os sócios, a sociedade e os *stakeholders*. Como já visto, pela Teoria Contratual, a sociedade pode ser vista como um ente central em relação a um conjunto de relações contratuais onde diversos agentes negociam suas contribuições (*inputs*) e o retorno associado. Quando da definição do tamanho da contribuição, o retorno correspondente e o risco envolvido são computados por cada agente. Quanto menor o risco, menor o retorno. Quanto maior a contribuição, maior o retorno. A relação entre o retorno, a contribuição e o risco pode parecer por demais fluida, mas é fácil percebê-la na prática. Um funcionário que opta por trocar de emprego, saindo de uma grande empresa para uma sociedade média em dificuldades financeiras, obviamente exigirá um salário maior, tendo em vista a maior chance de perder seu emprego e não receber seus salários. Logo, ao assumir maior risco, exige um maior retorno. O funcionário que é promovido assume maiores responsabilidades e recebe um aumento, mas dele será exigida uma carga de trabalho muito maior. Maior contribuição, maiores riscos e maior retorno.



A alteração unilateral do retorno e do risco sem a alteração da contribuição desequilibra a balança. Ora, pelos modelos de Green, o retorno dos *stakeholders* passa a ser uma preocupação dos administradores, ao lado do retorno dos acionistas. É previsível, assim, o aumento do seu retorno e redução do seu risco, na forma de maiores salários e menores riscos de demissão de empregados; menor chance de inadimplemento de obrigações tributárias; maiores gastos com programas sociais e doações à comunidade; manutenção de unidades fabris pouco eficientes, mas que são importantes a uma determinada cidade ou região; contratação de funcionários menos qualificados, porém, mais necessitados; realização de campanhas informativas aos consumidores que não fortalecem as marcas da sociedade etc. Todas essas medidas, a par de elevarem o retorno e diminuírem o risco dos *stakeholders*, reduzem sensivelmente o retorno dos acionistas. Em nossa opinião, os acionistas, diante desse fato, fazem o óbvio: deixam de investir seu dinheiro em ações sempre que outro investimento mais rentável lhes seja oferecido.

Com a adoção irrestrita do modelo proposto por Green, as sociedades enfrentariam crescente dificuldade em captar recurso por meio do lançamento de ações, tendo que recorrer ao financiamento por meio de dívida, que muitas vezes é mais caro, o que evidentemente prejudicará os próprios *stakeholders*. A verdade é que, em nossa opinião, soa inocente a idéia de que os acionistas aceitarão pacatamente a redução do seu retorno, decorrente de decisões dos administradores que beneficiem os *stakeholders* em seu detrimento. O desequilíbrio na relação entre o retorno, risco e contribuição dos sócios, sociedade e *stakeholders* será corrigido de alguma forma. E os *stakeholders* podem se ver em uma situação pior da que estavam quando se lançaram nessa cruzada.

Bainbridge ainda aborda em seu texto o problema dos “dois mestres”, tratado por Green em seu texto. Segundo a Bíblia, em Lucas:16:

*“Disse Jesus também aos discípulos: Havia um homem rico que tinha um administrador; e este lhe foi denunciado como quem estava a defraudar os seus bens.*

*Então, mandando-o chamar, lhe disse: Que é isto que ouço a teu respeito? Presta contas da tua administração, porque já não podes mais continuar nela.*

*Disse o administrador consigo mesmo: Que farei, pois o meu senhor me tira a administração? Trabalhar na terra não posso; também de mendigar tenho vergonha.*

*Eu sei o que farei, para que, quando for demitido da administração, me recebam em suas casas.*

*Tendo chamado cada um dos devedores do seu senhor, disse ao primeiro: Quanto deves ao meu patrão?*

*Respondeu ele: Cem cados de azeite. Então, disse: Toma a tua conta, assenta-te depressa e escreve cinquenta.*

*Depois, perguntou a outro: Tu, quanto deves? Respondeu ele: Cem coros de trigo. Disse-lhe: Toma a tua conta e escreve oitenta.*

*E elogiou o senhor o administrador infiel porque se houvera atiladamente, porque os filhos do mundo são mais hábeis na sua própria geração do que os filhos da luz.*

*E eu vos recomendo: das riquezas de origem iníqua fiz amigos; para que, quando aquelas vos faltarem, esses amigos vos recebam nos tabernáculos eternos.*

*Quem é fiel no pouco também é fiel no muito; e quem é injusto no pouco também é injusto no muito.*

*Se, pois, não vos tornastes fiéis na aplicação das riquezas de origem injusta, quem vos confiará a verdadeira riqueza?*

*Se não vos tornastes fiéis na aplicação do alheio, quem vos dará o que é vosso?*

*Ninguém pode servir a dois senhores; porque ou há de aborrecer-se de um e amar ao outro ou se devotará a um e desprezará ao outro. Não podeis servir a Deus e às riquezas.*

O dilema dos dois mestres ilustra a situação em que um agente, podendo atender a múltiplos interesses, se vê sem parâmetros para decidir, em uma situação concreta, quais interesses deverão prevalecer. Tal problema se agrava quando não se tratam de apenas dois mestres, mas de um número indefinido de interesses difusos, muitas vezes conflitantes, aos quais os administradores, em tese, estariam obrigados a atender, como os empregados, o fisco, a comunidade, os acionistas, os consumidores, etc. Literalmente, qualquer ação praticada pelos administradores, estará, em tese, atendendo a alguns interesses e desatendendo a outros. Bainbridge exemplifica a situação:

*“O que acontece quando existe um conflito entre acionistas de um lado e outros envolvidos com o funcionamento da sociedade de outro, ou entre vários desses envolvidos? Suponha, por exemplo, que a administração esteja considerando o fechamento de uma fábrica obsoleta. O fechamento prejudicará os empregados da*

*fábrica e a comunidade local, mas beneficiará os acionistas, credores, empregados de uma fábrica mais moderna para onde o trabalho que era desenvolvido da fábrica antiga é transferido, e comunidades no entorno da fábrica moderna. Presuma que os beneficiados só possam ganhar às custas dos prejudicados. Por qual critério deveria a administração pautar sua decisão?”*<sup>169</sup>

O problema é evidente. Tendo por obrigação decidir de acordo com os interesses de diversas pessoas e grupos, os administradores enfrentarão sempre o dilema de eleger quais interesses serão atendidos e quais serão ignorados. Para Green, seria necessário que eles fizessem *trade-offs* entre os diversos interesses envolvidos, sopesando as pretensões, ganhos e perdas dos acionistas e *stakeholders*, de forma a tomar a uma decisão razoável de acordo com prioridades defensáveis. Como ressalta Bainbridge, trata-se de missão facilmente prescrita, porém dificilmente executável.

Por um lado, entendemos que a subjetividade dos interesses envolvidos torna praticamente impossível que os administradores possam tomar essas decisões com um mínimo de objetividade. Os interesses envolvidos em uma decisão gerencial, na maioria das vezes não são mensuráveis. É impossível, ou ao menos inviável economicamente, calcular o impacto financeiro de uma decisão sobre os diversos *stakeholders*. Para utilizar o exemplo de Bainbridge sobre o fechamento de uma fábrica obsoleta, o administrador teria, em tese, que calcular o ganho financeiro dos acionistas com a decisão, a perda dos atuais empregados e da comunidade onde a fábrica a ser fechada se encontra, o ganho dos novos empregados que serão contratados e da comunidade onde a fábrica seria instalada. Mas também a perda dos atuais fornecedores, e o ganho daquelas sociedades localizadas na nova comunidade, que passariam a fornecer para a nova fábrica.

---

<sup>169</sup> Ob. cit. p. 1435/1436. Tradução livre do autor. Versão original:

*“What happens when there is a conflict between shareholders and nonshareholders and also between various nonshareholder constituencies? Suppose, for example, that management is considering closing down an obsolete plant. The closing will harm the plant’s workers and the local community, but will benefit shareholders, creditors, employees at a more modern plant to which the work previously performed at the old plant is transferred, and communities around the modern plant. Assume that the latter groups cannot gain except at the former groups’ expense. By what standard should management make the decision?”*

Não é difícil perceber que se trata de situação surreal e impraticável, o que nos levaria a um cenário em que os administradores passariam a decidir com base em seu *feeling*, suas idiossincrasias pessoais, uma vez que qualquer decisão que tomarem poderá ser justificada. Mesmo decisões desastrosas comercialmente poderiam ser apontadas como tendo sido tomadas a fim de atender aos interesses de algum *stakeholder*. Não acreditamos na possibilidade de desenvolvimento de *standards* legais ou jurisprudenciais que permitiriam uma análise minimamente objetiva de decisões tomadas sob esse paradigma, como Green afirma que aconteceria e Bainbridge considera, aparentemente com fins argumentativos, possível.

Esse exemplo demonstra a inadequabilidade da comparação feita por Green entre os dilemas éticos enfrentados por advogados e médicos e a situação dos administradores aos quais se deseja conceder o poder de atender aos interesses dos *stakeholders* em detrimento dos acionistas. Os primeiros se encontram em uma situação onde diversos interesses presumidamente de igual importância e sem qualquer hierarquização devem ser equacionados, sendo o objetivo se chegar a um acordo, com o qual todas as partes concordem. Já no caso dos interesses envolvidos com a gestão da sociedade, o administrador tem poder de decisão, ou seja, diferentemente do advogado que tenta resolver um conflito entre clientes com interesses diversos, o administrador, no modelo de Green, deveria decidir entre o atendimento ao interesse de um ou de outro, muitas vezes sem qualquer parâmetro minimamente objetivo ou racional, e independentemente da concordância dos mesmos. A diferença entre as situações é evidente.

Uma comparação muito mais adequada seria do administrador no modelo de Green com um Juiz ao qual seja dado o poder de decidir entre interesses conflitantes de diversas pessoas, sem que exista uma lei aplicável direta ou analogicamente ao caso, tendo – é importante ressaltar – interesse pessoal direto na decisão que tomar e estando protegido por uma regra que blinde sua decisão da revisão de uma instância superior ou sua responsabilização o caso de uma decisão evidentemente equivocada.

A nosso ver, diante do número incerto de interessados nas atividades da sociedade (lembramos que não há relação exaustiva de quem são os *stakeholders*) e da

subjetividade dos interesses envolvidos, é impossível que se criem critérios minimamente confiáveis para orientar os administradores na tomada de suas decisões. Ainda que estejam imbuídos da mais alta e genuína boa-fé, os administradores simplesmente não possuirão um norte, um objetivo claro a perseguir, que hoje é o aumento da lucratividade dos acionistas. Terão uma massa disforme de interesses díspares que deverão considerar ao tomarem suas decisões, sem que haja um critério ou sequer dados objetivos para sustentarem suas decisões. Diante disso, nos parece evidente que o desfecho mais provável é que os administradores podendo decidir de qualquer maneira (uma vez que qualquer decisão poderá sempre ser justificada como sendo direcionada ao atendimento de um *stakeholder* obscuro) decidirão de acordo com os próprios interesses, justificando a decisão com a alegação de que estariam, por meio dela, atendendo a um *stakeholder* qualquer.

Esse é o segundo problema com o modelo de Green apontado por Bainbridge, chamado por ele de “pecado da administração” (*managerial sin*). Ainda com o exemplo do fechamento da fábrica obsoleta, ele demonstra o problema:

*“Sob qualquer um dos modelos do Professor Green, a administração poderia livremente buscar seus próprios interesses ao jogar os acionistas contra os não acionistas. Quando os interesses da administração coincidam com os dos acionistas, os administradores poderiam justificar sua decisão dizendo que os interesses dos acionistas deveriam prevalecer nesse caso, e vice-versa. A decisão de fechamento da fábrica descrita acima é um bom exemplo. Lembre-se que acionistas e alguns não acionistas se beneficiarão se a fábrica for fechada, mas outros não acionistas irão perder. Se a remuneração dos administradores está ligada ao tamanho da sociedade, podemos esperar que eles resistam à redução do seu tamanho. A fábrica provavelmente permanecerá aberta, com essa decisão sendo justificada nos impactos do fechamento sobre os trabalhadores e a comunidade local. Por outro lado, se a remuneração da administração está ligada à lucratividade da firma, a fábrica provavelmente fechará, com essa decisão sendo justificada pela preocupação da administração com os acionistas, credores e outros beneficiados com essa medida.”*<sup>170</sup>

---

<sup>170</sup> Ob. cit. 1438. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Under either of Professor Green’s models, management could freely pursue its own self-interest by playing shareholders off against nonshareholders. When management’s interests coincide with those of shareholders, management could justify its decision by saying that shareholder interests*

Essa liberdade dos administradores para decidirem de acordo com seus próprios interesses, para Bainbridge, seria exacerbada pela *Business Judgement Rule*, que protegeria suas decisões contra contestações judiciais. Assim, além de poderem justificar as decisões que tomassem em interesse próprio, os administradores poderiam se esconder atrás da *Business Judgement Rule*, protegendo-se, assim de terem essas decisões escrutinadas pelos Tribunais. Discordamos. Pensamos que, com o modelo de Green, a *Business Judgement Rule* se tornaria letra morta, uma vez que sua aplicação seria impossível.

A *Business Judgement Rule*, em linhas gerais, protege as decisões dos administradores da revisão judicial. Partindo da premissa de que “*judges are not business experts*”, afasta-se a possibilidade de que acionistas insatisfeitos busquem, perante o Judiciário, a reforma de decisões gerenciais ou reparação em razão de prejuízos decorrentes de decisões por eles consideradas equivocadas.

Obviamente, os administradores não possuem liberdade irrestrita para agirem como bem entenderem. Entretanto, somente nos casos em que, independentemente de um resultado desastroso economicamente, se comprove que os administradores, ao tomarem determinada decisão, não cumpriram com seus deveres legais e estatutários, é que esta poderá ser contestada judicialmente. Sobre o tema, Elizabeth S. Miller e Thomas E. Rutledge:

*“A regra de julgamento de negócios, que originalmente existia como um standard da common Law, mas agora é em parte codificada, é um standard de revisão judicial que protege a ampla discricionariedade conferida ao Conselho de Administração da interferência judicial excessiva. Se o Conselho cumpriu minimamente seu dever de cuidado, o que é geralmente aferido por meio da análise dos procedimentos utilizados para se chegar a tal decisão, os Tribunais então não pode*

---

*prevailed in this instance, and vice-versa. The plant closing decision described above again proves a useful example. Recall that shareholders and some nonshareholder constituents will benefit if the plant is closed, but other nonshareholder constituents will lose. If management’s compensation is tied to firm size, we can expect it to resist down-sizing the firm. The plant likely will stay open, with the decision being justified by reference to the impact of a closing on the plant’s workers and the local community. In contrast, if management’s compensation is linked to firm profitability, the plant will likely close, with the decision being justified by management’s concern for the firm’s shareholders, creditors, and other benefited constituencies.”*

*contestar o mérito daquela decisão. Como aplicado pela Suprema Corte de Delaware em Aronson v. Lewis, a regra de julgamento de negócios:*

*“é uma presunção de que ao tomar uma decisão comercial os Conselheiros de uma sociedade agiram de maneira informada, de boa-fé e sob a crença honesta de que a ação era no interesse da sociedade. Ausente um abuso na discricionariedade, aquela julgamento será respeitado pelos tribunais. O ônus de provar fatos que afastem a presunção é da parte que contesta a decisão.”*

*A regra de julgamento de negócios foca nos mecanismos e procedimentos utilizados pelo Conselho de Administração para decidir, ao invés de uma análise posterior do mérito daquela decisão. Os Conselheiros, conseqüentemente, não são responsabilizáveis por erros de julgamento, e decisões não serão reformadas por essa razão.”*<sup>171</sup>

No Brasil, o §6º do art. 159 da Lei 6.404/76<sup>172</sup> é considerado por muitos autores, como o Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima, como o dispositivo por meio do qual o Direito brasileiro teria acolhido a *Business Judgment Rule*<sup>173</sup>. Sobre o assunto, leciona com a habitual propriedade o autor:

---

<sup>171</sup> MILLER, Elizabeth S. et. al. The duty of finest loyalty and reasonable decisions: The business judgment rule in unincorporated business organizations? Delaware Journal of Corporate Law , Vol. 30, 2ª edição, p. 343-388, 2005.. Tradução livre do autor. Versão original:

*“The business judgment rule, which originally existed as a common law standard, but is now codified in part, is a standard of judicial review that protects the broad discretion conferred on a corporate board of directors from excessive judicial interference.7 If a board has exercised a minimum level of care,8 typically satisfied by reference to the procedures utilized in arriving at its decision, then courts will not second-guess the merits of that decision. As applied by the Delaware Supreme Court in Aronson v. Lewis, the business judgment rule:*

*“is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company. Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption.”*

*The business judgment rule focuses on the mechanisms and procedures used by the board of directors in arriving at its decision, rather than the "after the fact examined" wisdom of that decision. The directors, consequently, are not liable for, and decisions will not be set aside due to, a mere error in judgment.”*

<sup>172</sup> Art. 159. *Compete à companhia, mediante prévia deliberação da Assembleia Geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.*

...

§ 6º *O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.*

<sup>173</sup> Outros autores vêem a regra contida no §6º do art. 159 da Lei de Sociedades Anônimas como uma simples autorização para que o juiz, ao julgar a ação de responsabilidade prevista no *caput*, possa decidir de acordo com a equidade, conforme previsão do art. 127 do Código de Processo Civil, excluindo, portanto, a regra do art. 131 do mesmo diploma. Nesse sentido, leciona Modesto Carvalhosa, in

*“É bom deixar claro que a sociedade, o direito, a lei e o bom senso só exigem do administrador, qualquer que seja a empresa ou coisa administrada, os mais elevados padrões éticos. Informação, decisão e ação são os passos da atividade administrativa, escandidos pela ciência da administração de empresas. Cada um desses passos requer um requisito essencial, que são, respectivamente, verdade, sabedoria e coragem. Além disso, para que a caminhada conduza a uma direção correta, o ambiente deve ser de boa-fé.*

...

*Os parâmetros para a conduta discricionária do administrador são os seus deveres de obediência, diligência e lealdade. Balizada por esses parâmetros, encontra-se uma área de discricionariedade, dentro da qual o administrador circula livremente, orientado pelos princípios da ciência da administração de empresas. O que a *business judgment rule* leva em conta é, precisamente, o erro técnico profissional na aplicação desses princípios. Segundo Arshat (1979), na verdade, a primeira função da *business judgment rule* pode ser simplesmente propiciar aos administradores a mesma necessária proteção de que os profissionais desfrutam sob o pálio do direito anglo-americano sobre a responsabilidade civil quando acionados pelo mau exercício da profissão.*

...

---

Comentários à lei de sociedades anônimas – 4ª. Ed. rev. e atual. – São Paulo: Saraiva, 2009, p. 404: “Na realidade, o que a norma estabelece é a faculdade do juiz de decidir por equidade. Diz, com efeito, o art. 127 do Código de Processo Civil que o juiz decidirá por equidade, nos casos previstos em lei. E o §6º da norma ora comentada constitui previsão legal. Temos, assim, que, na espécie, o juiz poderá decidir não de acordo com as regras da legalidade estrita, mas segundo motivos de equidade. Trata-se, pois, de critério de julgamento, facultado ao juiz, diverso daquele previsto no art. 131 do Código de Processo Civil, em que o livre convencimento do juiz não lhe permite decidir fora das regras contidas no direito positivo aplicáveis à espécie.” Não concordamos. O art. 126 do CPC determina que o juiz deve decidir com base na lei, e, na sua ausência, deve recorrer à analogia, aos costumes e aos princípios gerais de direito. Excepcionalmente, e mediante expressa autorização legal, poderá decidir não com sustentação na lei, na analogia, nos costumes e princípios gerais do Direito, mas em seu senso de justiça subjetivo (equidade). Ora, em nosso entender, o que o §6º do art. 159 da Lei de Sociedades Anônimas determina são regras claras que devem ser observadas pelo juiz no momento de apreciar a ação de responsabilização do administrador. Logo, longe de se caracterizar como uma autorização para que o juiz decida a ação com base na equidade, o dispositivo em questão traça *standards* claros que devem ser observados pelo juiz no momento do julgamento da ação de responsabilidade. E, obviamente, deles não pode se afastar sob pena de proferir decisão *contra legem*. Entendemos, assim, que a *business judgment rule*, acolhida por nosso Direito no parágrafo 6º do art. 159 da Lei de Sociedades Anônimas é regra legal que necessariamente deve ser aplicada pelo Juiz no momento da revisão de decisões administrativas, não havendo, em nosso entender, qualquer espaço para decisão por equidade.



*O administrador da companhia, ao exercer um poder discricionário, não procede como o jurista, socorrendo-se de ensinamentos da ciência do Direito. Procede como um técnico, socorrendo-se dos ensinamentos da ciência da Administração de Empresas (Quiró, 1969). Assim, não é justo nem desejável que o juiz, na ação de responsabilidade civil contra o administrador de uma companhia, queira substituir a discricionariedade do administrador pela sua.*<sup>174</sup>

O que se conclui, da análise da melhor doutrina a respeito da questão, é que a *business judgment rule* demanda do administrador a obediência aos deveres de obediência, diligência e lealdade, e que esses deveres somente são cumpridos quando o administrador age dentro das balizas técnicas ditadas pela Ciência da Administração de Empresas. Obviamente, o administrador pode errar e causar prejuízos à sociedade sem que haja possibilidade de ser acionado pela mesma. Entretanto, deve demonstrar que a decisão desastrosa foi tomada de acordo com os parâmetros técnicos aplicáveis ao caso, levadas em conta todas as circunstâncias fáticas relevantes, como as orientações definidas pela Assembleia Geral, o tempo disponível para a tomada da decisão, a relevância da questão para a sociedade, etc. Desde que cumpridos os requisitos técnicos mínimos para a tomada de determinada decisão, a escolha entre as diversas opções tecnicamente viáveis cabe exclusivamente ao administrador. Se escolher mal, não pode ser responsabilizado.

Entretanto, se optar por uma ação que se encontra fora do espectro daquelas justificáveis pela Ciência da Administração de Empresas, levadas em conta as circunstâncias fáticas do caso, o administrador pode – e deve – ser responsabilizado pelos prejuízos que causar, uma vez que não terá agido de boa-fé. Lembramos que boa-fé não se resume a não prejudicar alguém voluntariamente, mas a agir dentro dos parâmetros razoavelmente exigidos de alguém, consideradas as circunstâncias aplicáveis ao caso.<sup>175</sup>

---

<sup>174</sup> CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Sociedade Anônima, 3ª. ed., Ed. Del Rey, p. 201/207.

<sup>175</sup> A Comissão de Valores Mobiliários – CVM, em recente decisão a respeito dos prejuízos milionários sofridos pela Sadia S.A. (que foi incorporada pela BRF – Brasil Foods S/A) em razão de investimentos atrelados à variação cambial (processo sancionador nº. 18/2008), condenou diversos administradores da companhia “por violação do dever de diligência em irregularidades no cumprimento e monitoração da política financeira da Companhia, com relação a operações com derivativos ocorridas no ano de 2008 (infração ao disposto nos art. 153 e 160 da Lei nº 6.404/76)”. Não foi possível obter a íntegra da decisão, porém do que se noticiou, extrai-se que a CVM entendeu que os administradores foram lenientes na fiscalização dos investimentos da companhia, violando o dever de diligência, ou seja, considerou-se que

Entretanto, a análise da regularidade de determinada ação do administrador perante a Ciência da Administração de Empresas não pode ser feita mediante uma simples análise dos manuais. A Administração de Empresas pode ser entendida como uma ciência destinada a apontar os melhores caminhos para se alcançar determinado resultado, porém, sem que haja prévia definição, por esse ramo da ciência, de que resultados seriam esses.

Em outras palavras, o administrador, para exercer suas funções de forma adequada, deve ser “alimentado” com os objetivos a serem alcançados por determinada organização, passando, então, com o auxílio das valiosas técnicas científicas, a desenvolver os melhores meios para alcançar aqueles fins, sempre com respeito às leis e aos mais elevados padrões éticos, ainda que, obviamente, em prejuízo dos resultados desejados.

Assim, gestores de associações devem buscar as melhores formas de elevar as receitas das organizações e revertê-las da maneira mais eficiente para os fins associativos; gestores de cooperativas têm a missão de geri-las de maneira a atender, da forma mais eficaz, as necessidades dos cooperados, enquanto dos administradores de companhias espera-se a maximização do retorno dos acionistas sobre o capital investido. Obviamente, esses objetivos devem ser detalhados, a fim de facilitar seu alcance pelos administradores e o “juízo” de seu trabalho pelos interessados.

Assim, é comum – e plenamente desejável- que a Assembleia Geral, em primeiro lugar, defina quais são as linhas gerais a serem perseguidas pela administração da sociedade, que deverão servir como parâmetros para a atuação do Conselho de Administração que, por sua vez, deve fazer o mesmo, porém em um nível mais detalhado, em relação à Diretoria<sup>176</sup>. Esses objetivos podem ser os mais variados: aumento ou diversificação das fontes de receita, elevação da lucratividade no curto, médio ou longo prazo, conquista de novos mercados, etc. Caberá então, aos administradores, definir as estratégias para que tais metas sejam alcançadas. Se no

---

não agiram de boa-fé, pois, diante das circunstâncias envolvendo os investimentos, deveriam ter exercido fiscalização mais intensa.

<sup>176</sup> A Lei de Sociedades Anônimas não aponta, dentre os atos de competência da Assembleia Geral (art. 122) a fixação da orientação dos negócios da companhia, diferentemente do que faz em relação ao Conselho de Administração no art. 142, I. Entretanto, nos parece evidente que a Assembleia pode (e é salutar que o faça) fixar os parâmetros mais gerais de atuação da administração (até porque o Conselho de Administração é órgão facultativo e, na sua ausência, a Assembleia deve orientar diretamente a Diretoria), que deverão ser detalhados pelo Conselho de Administração em um nível mais objetivo, a fim de servir de orientação à atuação da Diretoria.

futuro, determinada decisão dos administradores vier a ser contestada, os objetivos e parâmetros definidos pela própria administração e pela Assembleia Geral servirão de norte para que se avalie a adequação das medidas tomadas. Deverá, então, ser respondida a seguinte questão: a decisão tomada pelo administrador é justificável, perante a Ciência da Administração de Empresas, considerando os objetivos que deveriam ser alcançados por ele? Uma mesma decisão de investimento, altamente arriscado, pode ser considerada legal, quando tomada por administradores de uma sociedade cujo Conselho de Administração, por orientação da Assembleia Geral, fixou metas ousadas de aumento de lucratividade, ou ilícita, quando for tomada por gestores de uma fundação cujo objetivo primordial é a manutenção e preservação do seu patrimônio.

O que importa frisar é que as decisões dos administradores não podem ser julgadas de forma etérea. Uma decisão administrativa não é boa ou má *per se*; ela será adequada ou inadequada a atingir determinado objetivo, de acordo com os ensinamentos e as técnicas próprias da Administração de Empresas. Por isso, entendemos que para que seja possível a análise da licitude ou não de determinada decisão, sob a *business judgment rule*, deva haver um norte, um parâmetro, a guiar os administradores, a *priori*, e a possibilitar a revisão da adequação de tais decisões, a *posteriori*. Sem um paradigma, um ponto de referência, a análise da regularidade de determinada decisão administrativa sob a égide da *business judgment rule* é, em nossa opinião, impossível. Ora, a decisão de fechar uma fábrica obsoleta, que gerará demissões em uma região pobre será justificável ou injustificável dependendo do paradigma norteador das ações dos administradores. E esse norte, nas sociedades, deve ser a maximização do retorno dos acionistas. Essa é a régua pela qual devem ser medidas as ações dos administradores.

Assim, entendemos que o objetivo dos administradores em suas ações necessariamente deva ser o lucro. O lucro é da natureza das sociedades, sendo, na verdade, o elemento que as distingue da outra espécie de pessoa jurídica associativa (que são as associações). O fim social é o lucro, e sua ausência pode ensejar o pedido de dissolução de uma companhia. Sobre esse ponto, novamente o Mestre Osmar Brina:

*“Objetivo da sociedade é a sua atividade-meio. Seu fim é o lucro. O fim é o primeiro na intenção, mas o último na execução. Nota-se, a respeito, uma certa*

*imprecisão terminológica, tanto na própria lei quanto na doutrina e na jurisprudência. Para Trajano de Miranda Valverde, por exemplo, “entende-se por objeto da sociedade o fim para que é constituída.” (Valverde, 1941:44). Modesto Carvalhosa, comentando o art. 206, II, b d LSA que prevê a dissolução da companhia por não estar ela atingindo o seu fim, explica que o termo “fim” aí aparece com duplo alcance. No plano contratual, significa a atividade empresarial estabelecida no estatuto. No sentido teleológico, a meta de toda empresa sob a forma de sociedade anônima, qual seja, a produção de lucro (Carvalhosa, 1977:4).”<sup>177178</sup>*

Ora, se a sociedade necessariamente tem com fim último o lucro, e considerando que os administradores têm, por função primordial, identificar os melhores meios para se alcançarem determinado fim, utilizando para isso as ferramentas oferecidas pela Ciência da Administração de Empresas, concluímos, sem dificuldade, que cabe aos conselheiros e diretores trabalhar no sentido de elevar ao máximo o lucro da sociedade, sempre com respeito à lei, aos padrões éticos e morais amplamente aceitos e aos parâmetros e *guidelines* definidos pela Assembleia Geral e pelo Conselho de Administração, dependendo do caso (os conselheiros devem seguir os parâmetros eventualmente fixados pela Assembleia Geral, e, com base neles, fixar de forma mais detalhada, os parâmetros a serem seguidos pelos diretores).

Voltamos, assim, ao ponto de onde partimos, qual seja, a conclusão a que chegou a Suprema Corte de Michigan no caso Dodge:

*“Uma sociedade empresária é organizada e mantida primordialmente no interesse econômico dos acionistas. Os poderes dos Conselheiros devem ser empregados para a consecução desse fim. A discricionariedade dos Conselheiros deve ser exercida na escolha dos meios para se obter aquele fim e não autoriza a alteração*

---

<sup>177</sup> Ob. cit. p. 16/17

<sup>178</sup> Não obstante a regra ser a de que a Sociedade Anônima necessariamente deva ter fins lucrativos, conforme expressa disposição do art. 2º da Lei de Sociedades Anônimas, Osmar Brina, na obra citada, às fl. 19, considera possível, em tese, uma SA sem fins lucrativos, dando como exemplo a Sociedade de Garantia Solidária, prevista na Lei 9.841/99. Trata-se de questão polêmica, que escapa do âmbito estreito desse trabalho. Porém, ressaltamos que a aceitação de tal figura, apesar de possível, em tese, como bem apontado pelo Prof. Brina, esbarraria em diversos óbices práticos e mesmo conceituais, demandando, em nossa opinião, extensa alteração legislativa. Em razão disso, utilizaremos como premissa para nossa análise a economicidade necessária do fim social, ressaltando, entretanto, a existência da ressalva apontada, por representante da mais abalizada doutrina societária.

*desse fim, ou a redução dos lucros, ou a não distribuição dos lucros entre os acionistas a fim de destiná-los a outros propósitos.*<sup>179</sup>

A lição nos parece mais atual do que nunca. Em uma sociedade onde cada vez mais os conceitos e premissas objetivas perdem lugar para belas ideias, porém vagas e muitas vezes sem sustentação ou sentido, a conclusão de que os gestores de uma entidade que tem, por definição legal<sup>180</sup>, o objetivo de alcançar o lucro, devem, necessariamente, ter tal objetivo em mente nos parece irretocável. Obviamente, o direcionamento da sociedade no sentido do lucro deve se dar com respeito à lei, aos pressupostos morais e éticos e aos parâmetros e orientações fornecidos pela Assembleia Geral e pelo Conselho de Administração. Agindo dentro desse escopo, os conselheiros e diretores devem aplicar a Ciência da Administração de forma a obter o maior lucro possível. Assim, suas ações deverão ser analisadas sob a lupa da *business judgment rule* tendo a maximização do retorno dos acionistas como paradigma norteador. Ao fazer essa análise, a seguinte questão deve ser respondida: determinada decisão foi tomada de acordo com o que a Ciência da Administração prescreve, e direcionada ao aumento da lucratividade da sociedade, com atenção ao que determina a lei, a ética e o que prescreveram a Assembleia Geral e o Conselho de Administração? Se a resposta foi positiva, o resultado desastroso da ação é irrelevante, e não pode gerar a responsabilização do administrador.

Vista a necessidade de um paradigma para que seja possível a análise das ações dos administradores sob a égide da *business judgment rule*, bem como nossa posição segundo a qual esse norte deve, necessariamente, ser a busca pelo lucro, resta analisar a viabilidade da aplicação da *Business Judgement Rule* no modelo de Governança que considera viável decisões dos administradores no sentido de atender aos interesses dos *stakeholders*, ainda que em detrimento dos acionistas.

Não podemos negar que o atendimento aos interesses dos *stakeholders* é um paradigma que, em tese, poderia ser utilizado para subsidiar a análise das ações dos

---

<sup>179</sup> Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668, 684 (Mich. 1919). Tradução livre do autor. Versão original: “A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes.”

<sup>180</sup> Art. 981 do Código Civil

administradores, viabilizando, assim, a aplicação da *business judgment rule*. Entretanto, consideramos que, na prática, esse parâmetro impossibilitaria a aplicação dessa regra. Vejamos.

Como vimos, a Ciência da Administração de Empresas fornece diversas e valiosas ferramentas para que seus profissionais alcancem com sucesso um determinado objetivo. Um profissional de *marketing* pode, assim, conseguir difundir um novo produto ou valorizar uma determinada marca. Um profissional de recursos humanos pode elevar a produtividade de uma equipe, motivando-os com uma remuneração variável e um plano de incentivos. Um profissional de finanças pode reduzir as despesas de determinada sociedade com o pagamento de juros, ajustando seu fluxo de caixa à sua escala de pagamentos. Entretanto, para que se analise a adequação técnica de determinada decisão, devemos utilizar um parâmetro, isso é, analisar se ela é adequada para que seja alcançado determinado objetivo.

Entretanto, diferentemente da situação na qual esse parâmetro é a maximização do retorno dos acionistas, quando aceitamos como possível que os administradores atendam aos interesses dos *stakeholders* ainda que em detrimento dos primeiros, a aplicação da *Business Judgment Rule* se torna problemática. Ora, considerando que não existe definição exaustiva de quem seriam os *stakeholders*, e considerando ainda que seus interesses são muitas vezes conflitantes, fluidos, subjetivos, e de difícil ou impossível quantificação, absolutamente qualquer decisão dos administradores poderá ser justificada como sendo destinada ao atendimento do interesse de um *stakeholder* qualquer. Por exemplo, um diretor de recursos humanos que fixe os salários dos funcionários em um patamar injustificadamente elevado, e conceda a eles benefícios incompatíveis com suas funções, pode justificar que tais medidas, de acordo com a Ciência da Administração de Empresas, são adequadas para elevar a moral dos funcionários e aumentar sua produtividade, ainda que isso torne a sociedade deficitária e a inviabilize. A construção de uma fábrica em uma localidade isolada, que acarreta custos elevados com logística e pessoal, pode ser facilmente justificada como sendo destinada a atender às necessidades de uma determinada comunidade carente, ainda que existissem outras opções para a instalação da fábrica que envolvessem custos menores. E a Ciência da Administração de Empresas sustentaria a alegação de que tal medida é plenamente adequada a cumprir aquele objetivo. Em suma, absolutamente qualquer decisão pode ser justificável, com base na Ciência da Administração de Empresas,

desde que haja liberdade de escolha, pelos administradores, sobre quem deverá ser beneficiado por aquela decisão: trabalhadores, meio ambiente, moradores de rua, crianças carentes, comunidade onde se encontra instalada uma determinada fábrica, etc.

Com a liberdade quase absoluta para decidir quem deve ser o beneficiário de suas decisões, entendemos que a aplicação da *Business Judgment Rule* seria absolutamente impossível. Não haveria um critério minimamente objetivo para julgar se determinada decisão atendeu ou não aos critérios técnicos da Ciência da Administração de Empresas. Havendo liberdade absoluta na escolha dos objetivos (qual *stakeholder* atender), os meios (ferramentas oferecidas pela Administração de Empresas) sempre seriam considerados adequados.

Obviamente, na prática, o maior risco da concessão de tamanha liberdade aos administradores não é que eles se tornem ativistas, defensores dos trabalhadores ou do meio ambiente. Como já discutido, o mais provável é que eles passem a decidir de acordo com seus próprios interesses. O risco disso acontecer se potencializa quando consideramos a situação das Sociedades de Economia Mista, onde o interesse dos administradores se confunde, muitas vezes com os do ente controlador ou, em casos mais extremos, dos políticos nele alocados.

Portanto, a par das objeções já apresentadas, somos da opinião de que o modelo de Governança Corporativa voltado aos *stakeholders* inviabiliza a aplicação da *Business Judgment Rule*, por oferecer um parâmetro por demais fluido e subjetivo para a análise da adequabilidade das decisões dos administradores. Assim, as situações em que seria possível acionar os administradores em decorrência de decisões tecnicamente equivocadas – que já são restritas em razão da ampla liberdade concedida pela *Business Judgment Rule*, que permite o erro de julgamento desde que de boa-fé e tecnicamente justificável- seriam reduzidas a zero.

É necessário preservar a ampla discricionariedade dos administradores, pois dela depende o sucesso de sua relevante função. Entretanto, é indispensável, da mesma forma, manter firmes os limites de tal discricionariedade, bem como os *standards* objetivos pelos quais suas decisões serão julgadas. Aceitar que os administradores possam livremente decidir com base em interesses difusos de partes não identificadas significaria, aí sim, conceder aos mesmos um “cheque em branco” (“*bill de indenidade*”

nas palavras do Prof. Brina), para gerirem a sociedade da forma como bem entenderem – inclusive em interesse próprio.

Temos ciência de que, na prática, decisões dos administradores contrárias aos interesses dos acionistas podem ser evitadas. Por um lado, pela efetiva fiscalização sobre a gestão, uma vez a Assembleia Geral tem poder de destituir os conselheiros a qualquer tempo, e o Conselho de Administração, por sua vez, tem o poder de destituir os diretores a qualquer momento, o que faz os administradores temerem por seus empregos caso contrariem os interesses dos acionistas. Por outro lado, podem também ser evitadas por meio da política de remuneração variável, talvez a forma mais eficaz de alinhar os interesses dos diretores, conselheiros e acionistas. Tendo direito a uma parcela dos lucros, por exemplo, os administradores tenderão a fazer tudo em seu poder para elevá-lo.

Entretanto, entendemos que essas *constraints* não são suficientes para afastar de forma definitiva o risco de decisões em interesse próprio pelos administradores caso se autorize que eles atendam aos interesses dos *stakeholders* em detrimento dos acionistas. Em primeiro lugar, porque a pulverização do capital social, tendência em mercados acionários desenvolvidos, cria uma legião de acionistas omissos e passivos, que não exercem qualquer controle sobre os administradores. Em segundo, porque em razão do número e complexidade das decisões diariamente tomadas pelos administradores é virtualmente impossível exercer controle efetivo sobre todas elas. Finalmente, porque na maioria das vezes o ganho que um administrador terá com determinada medida adotada em benefício próprio supera em muito os efeitos positivos que a decisão “correta” teria sobre a sua parcela da remuneração, uma vez que, obviamente, a maior parte do “ganho” decorrente dessa atuação é apropriada pelos acionistas.

Adam Winkler, em obra já citada, às fl. 118, trata do oportunismo dos administradores que, ainda quando agem em benefício dos *stakeholders* retiram disso benefícios indiretos. Muitas vezes, porém, se limitam a agir em interesse próprio:

*“Por todos os benefícios sociais que decorrem dos bilhões de dólares em doações corporativas por ano – e eles são muitos – os executivos, com demasiada frequência, utilizam com indevida liberdade os recursos da sociedade, e, em nome da caridade, reverterem essa riqueza em benefício próprio. O patrocínio de instituições e eventos culturais, como casas de eventos, museus e operas é possivelmente o exemplo*



*mais comum. Esse patrocínio continuaria se os executivos deixassem de ganhar os ingressos com assentos na primeira fila que vem junto com essa generosidade? Exemplos mais gritantes não são difíceis de encontrar. A menos de uma milha do escritório do autor está localizado o Armand Hammer Museum and Cultural Center, construído graças ao financiamento de oitenta e cinco milhões de dólares fornecido pelos acionistas da Occidental Petroleum, a sociedade controlada por Hammer. Hammer havia tentado colocar sua coleção pessoal de arte no Angeles County Museum of Art, que se opôs à insistência do Presidente da Occidental de que uma estátua sua de tamanho real fosse exposta com a coleção permanentemente (dentre outras condições onerosas que viriam com o presente. Ofendido, Hammer decidiu construir seu próprio museu com o dinheiro dos acionistas, apesar da instituição resultante carregar seu próprio nome, e não o da companhia. Quando a Suprema Corte de Delaware se recusou a interferir na construção do templo de oportunismo de Hammer, ficou claro como a desculpa da caridade poderia ser utilizada pelos administradores para perseguirem objetivos egoísticos.”<sup>181</sup>*

Não obstante as dificuldades, em nosso entender intransponíveis, envolvidas com a autorização para que os administradores decidam com base em interesses outros que não o dos acionistas, verificamos que existe autorização legislativa nesse sentido na legislação brasileira.

Nesse sentido, verificamos que o art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas dispõe que *“O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem*

---

<sup>181</sup> Tradução livre do autor. Versão original:

*“For all the social benefits that stem from billions in annual corporate charity – and they are profound – corporate executives too often take liberties with corporate money and, in the name of charity, bestow benefits upon themselves. Sponsorship of cultural institutions and events, such as playhouses, museums, and operas, is perhaps the most common example. Would this continue if executives no longer were given the front-roll ticket that come with such generosity? More egregious examples are not hard to find. Less than a mile from the author’s office is the Armand Hammer Museum and Cultural Center, built thanks to eighty-five million dollars in financing from the shareholders of Occidental Petroleum, the company controlled by Hammer. Hammer had tried to place his personal art collection in the Los Angeles County Museum of Art, which objected to the Occidental’s chairman insistence that a life-size likeness of him be displayed with the art permanently (among other onerous conditions on the gift). Miffed, Hammer decided to build his own museum on the shareholder’s dime, although the resulting institution bears his own name and not that of the company. When the Delaware Court refused to intervene with construction of Hammer’s temple of opportunism, it became clear just how the cloak of charity could be used by corporate managers to pursue selfish objectives.”*

*público e da função social da empresa.*” Portanto, desde 1976, quando foi editada a atual legislação das sociedades anônimas, existe determinação de que os administradores, ao perseguirem o lucro (fim social), devem fazê-lo de modo a satisfazer o bem público e a função social da empresa.

A uma, a redação do dispositivo deixa claro que o bem comum e a função social não podem, em hipótese alguma, ser considerados como um objetivo dos administradores, mas como algo que, indiretamente, o administrador deve satisfazer em sua busca pelo lucro. Isso é, cumprido esse “requisito”, o administrador estaria livre para agir em prol da consecução do fim social.

Entretanto, entendemos que essa “homenagem” feita pelo legislador ao modelo de Governança focado nos *stakeholders* é absolutamente indevida. Ora, a lei define as sociedades como organizações que têm necessariamente por objetivo o lucro, e ao mesmo tempo determina que os seus gestores, ao perseguirem esse lucro, devem atender a outros interesses, absolutamente difusos e indefinidos. Já vimos que o resultado dessa equação é a atuação dos administradores em benefício próprio. Em um mundo ideal, obviamente, todos seríamos a favor de que os administradores, além de alcançar lucros fabulosos, salvassem as baleias, pagassem salários exorbitantes a seus empregados e despoluíssem o meio ambiente. Ninguém, em sã consciência, se opõe a tudo o que é bom, belo e justo.

Ocorre que há um conflito para o qual grande parte da doutrina atual parece fechar os olhos: atender o bem comum e a função social da empresa pode custar muito dinheiro, e logo, reduzir a lucratividade da sociedade. Até que ponto o administrador está autorizado a comprometer o retorno dos acionistas em prol de uma causa social qualquer? Em que exatamente consiste o bem comum e a função social da empresa? Como escolher entre as diversas causas sociais que necessitam de apoio? A doutrina não auxilia na resposta a essas questões. Vejamos o comentário de Modesto Carvalhosa ao art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas:

*“A norma estabelece, sobretudo, um padrão de equilíbrio na condução dos negócios da competência dos administradores, em face dos interesses nem sempre*

*coincidentes da companhia, da empresa e da comunidade. O padrão impõe, em razão desse fenômeno, que o administrador, ao perseguir os fins sociais (maximização dos lucros), leve em conta o bem público e a função social da empresa personalizada na companhia. A quebra desse equilíbrio tornará o administrador responsável, seja quando descuidar dos interesses coletivos inseridos na atividade empresarial, seja quando exacerbando-os, desconsiderar, em seu desempenho, os fins contratuais de otimização dos resultados.*

...

*Na composição dos diversos interesses imbricados na atividade societária encontram-se os coletivos. Cabe ao administrador proporcionar meios de maximização dos lucros sociais, desde que atendidas as exigências do bem público.*

*Não se trata, pois de superar o aspecto contratual de lucratividade para levar em conta outros interesses. O que deve nortear a conduta do administrador é a harmonização dos fins sociais com os demais interesses da comunidade.*

*A lei, ao falar de bem público, não se refere, obviamente, à propriedade pública, mas sim ao interesse da coletividade. Trata-se de um conceito amplo, em que se incluem todos os bens estimáveis da comunidade nacional e local, sejam materiais ou imateriais, sejam os tutelados ou administrados pelo Estado, sejam aqueles organizados e protegidos pela própria sociedade civil. Bem público é, portanto, na espécie, o conjunto de valores do grupo social que podem ser afetados ou influenciados pela atividade empresarial.”<sup>182</sup>*

Da leitura das valiosas lições, verificamos que a doutrina não auxilia – e nem poderia fazê-lo, porque impossível – na definição da extensão dos interesses sociais que poderiam ser atendidos pelo administrador no exercício de sua função. Não existe, assim, resposta para as perguntas feitas a pouco. O que Carvalhosa prega, mais de uma vez, é a “harmonização” ou “composição” entre os dois grupos de interesses (sociais, de um lado, e financeiros, de outro), sem que nenhum seja inviabilizado. Nossa opinião é a

---

<sup>182</sup> Ob. cit. p. 278/281

de que a compatibilização é impossível. O atendimento altruístico e desinteressado a um interesse social qualquer é feito sempre em prejuízo dos acionistas. Na falta de qualquer parâmetro minimamente objetivo para julgar a regularidade do atendimento pelos administradores aos interesses dos *stakeholders*, o melhor é que os diretores, conselheiros e acionistas façam o bem, se quiserem, com seu próprio tempo ou salário. Autorizar os administradores, na condução dos negócios sociais, a praticar atos de gestão direcionados ao atendimento de interesses de terceiros às expensas dos acionistas, nos parece inaceitável. Retornamos, assim, às lições de Milton Friedman, que há mais de 40 anos defendeu essa tese em artigo já citado.

Entretanto, diante da expressa autorização legal contida no art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas, bem como dos inúmeros resultados catastróficos que tal autorização legal pode em nossa opinião gerar, era de se esperar, se nossas previsões estivessem corretas, que existisse uma avalanche de processos contra os administradores que, sustentados no art. 154, cometessem atos de gestão em interesse próprio. Entretanto, não é isso que verificamos na prática. Na verdade, o que se vê é a disseminação de pretensas práticas de responsabilidade social, sem qualquer reclamação por parte dos acionistas. O que estaria ocorrendo? Estariam eles concordando em sustentar caríssimos projetos sociais em detrimento de seus lucros? Ou não estariam prestando a devida atenção na atuação dos administradores?

Temos algumas hipóteses. A primeira delas é a de que a estrutura societária das sociedades nacionais, não obstante leve movimento em sentido contrário verificado nos últimos anos, ainda é extremamente concentrada. Excetuadas algumas poucas companhias (que se auto-intitulam “corporações”), a grande maioria das companhias nacionais possui um controlador (individual ou coletivo) definido, detentor, muitas das vezes, da maioria do capital votante, dominando, assim, as deliberações assembleares e, muitas vezes, as decisões do Conselho de Administração. Nesses casos, há um controle maior pelo acionista controlador sobre a administração, o que, em nossa opinião, previne atos de gestão tomados deliberadamente em prejuízo dos acionistas. É comum, inclusive, que os estatutos sociais reservem ao Conselho de Administração a competência para a prática de atos de gestão que envolvam valores relevantes, como a alienação de imóveis ou celebração de contratos de longo prazo. Considerando que o

acionista controlador elege a maioria dos membros do Conselho de Administração, muitas vezes integrando-o, existe uma fiscalização mais próxima sobre os atos dos diretores, o que reduz as hipóteses em que os administradores podem praticar atos que causem relevante prejuízo aos acionistas. Nesse cenário, as decisões em prol dos *stakeholders*, que reduzam de forma relevante o retorno dos acionistas, quando tomadas, são, via de regra, aprovadas previamente pelo Conselho de Administração, controlado e muitas vezes integrado pelo acionista controlador<sup>183</sup>.

Por outro lado, se a estrutura societária brasileira, em certa medida, previne grandes atos que beneficiem os *stakeholders* e prejudiquem os acionistas sem o prévio conhecimento destes, restam os pequenos atos, praticados diuturnamente pelos administradores. Estes atos, quando praticados pelos diretores, se encontram fora do âmbito da fiscalização direta pelo Conselho de Administração, principalmente em companhias abertas, com dezenas de filiais e milhares de empregados. Entretanto, podem ser, em certa medida, controlados indiretamente, por meio da fixação de metas, diretrizes e instrumentos de controle e fiscalização. Obviamente, não há como eliminar todos esses atos, o que demandaria uma burocratização tão grande que impediria os administradores de gerirem a sociedade. Entretanto, esses casos, via de regra, não são relevantes a ponto de serem tornados públicos.

Existe, contudo, clara tendência de mudança na estrutura societária das companhias abertas brasileiras. O recente desenvolvimento do mercado de capitais tem atraído milhares de pessoas físicas e jurídicas para a bolsa de valores, havendo, por um lado, o alargamento da base de acionistas e, por outro, uma tendência clara de surgimento de sociedades sem um controlador definido, ou nas quais o controlador não possui a maioria das ações votantes. Nesses casos, considerando que a grande maioria dos acionistas é omissa (seja pelas dificuldades práticas de se envolverem com o dia-a-dia das companhias, seja pela falta de incentivo decorrente do pequeno percentual

---

<sup>183</sup> A constatação de que a estrutura acionária concentrada eleva a fiscalização do acionista controlador sobre a administração não contradiz a afirmação feita anteriormente de que, em geral, o âmbito de interferência dos acionistas sobre a gestão das companhias abertas é reduzido. Apesar de possuir forte influência direta sobre o Conselho de Administração e indireta sobre a Diretoria, o acionista controlador, sem que ocupe algum cargo de gestão na companhia, não possui poder para intervir diretamente na gestão da companhia, devendo, para isso, utilizar-se de *soft power* ou passar a integrar os órgãos de gestão da companhia. Em relação aos demais acionistas das companhias abertas, a absoluta ausência de meios de intervir na gestão das companhias é evidente.

investido pelos acionistas em cada companhia), a tendência é que os acionistas exerçam cada vez menos controle sobre o Conselho de Administração, e esse, por sua vez, passe a fiscalizar cada vez menos a Diretoria<sup>184</sup>. Em relação à função fiscalizatória do Conselho de Administração, a situação é aparentemente paradoxal: a medida em que a estrutura acionária brasileira se torna cada vez mais dispersa (com a consequente redução da fiscalização dos acionistas sobre o Conselho de Administração), e que a capacidade de fiscalização desse Conselho venha sendo reduzida (em razão da “captura” pela Diretoria e da presença de Conselheiros independentes), o Conselho vem assumindo cada vez mais um papel fiscalizador, deixando de ser um mero órgão de representação dos acionistas perante a Diretoria. O paradoxo, assim, está posto: em razão da tendência de crescente dispersão da participação acionária no mercado brasileiro, o Conselho de Administração tende a possuir um crescente número de Conselheiros independentes (cujas “funções” apontadas por aqueles que defendem sua presença no órgão incluiria a proteção dos interesses dos minoritários) e assumir uma função fiscalizatória mais intensa. Entretanto, essa mesma dispersão acionária (que leva a menor controle e pressão dos acionistas sobre o Conselho) e a ausência de incentivo para que os chamados conselheiros independentes efetivamente fiscalizem a Diretoria mina, ao menos em certa medida, a capacidade de fiscalização do Conselho de Administração. Trata-se de instigante questão que merece estudos mais aprofundados, mas que ultrapassa os limites deste trabalho.

Sobre a “captura” do Conselho pela Diretoria, (em nossa opinião, como reflexo da redução de sua capacidade fiscalizatória), tratando da relação entre a Diretoria e o

---

<sup>184</sup> A doutrina americana identifica a chamada “captura do Conselho” (*board capture*), por meio da qual o Conselho de Administração nas sociedades americanas é dominado pela Diretoria e não pelos acionistas, passando a agir em interesse da primeira e não dos últimos. Sobre o assunto, ver ELSON, Charles M. *The Duty of Care, Compensation and Stock Ownership*, 63 U. Cin. Law Review. 649, 651 (1995) e ELSON, Charles M. *Director Compensation and the Management-Captured-Board- The Story of a Symptom and a Cure*, 50 S.M.U.L. Rev. 127, 157 (1996). No Brasil, poder-se-ia argumentar que tal risco seria mitigado pela exigência legal de que os membros do Conselho sejam necessariamente acionistas. Entretanto, discordamos dessa assertiva, tendo em vista que se trata de requisito meramente formal, sendo comum hoje em dia os chamados “conselheiros independentes”, detentores de apenas uma ação da companhia, a fim de poderem integrar o Conselho. Entendemos que, se os Conselhos brasileiros não são dominados pelos “Super-Executivos” que fizeram História nos Estados Unidos a partir da década de 90, isso deve-se à estrutura acionária ainda concentrada, apesar da tendência em sentido contrário. Entendemos ainda que a redução do efetivo controle e fiscalização dos diretores pelos conselheiros decorre também do fato de que os chamados conselheiros independentes, por deterem reduzida participação acionária (muitas vezes meramente figurativa) possuem menos incentivos para fiscalizarem a Diretoria do que Conselheiros com relevante participação acionária.

Conselho de Administração com foco na fixação de salários exorbitantes pelo último em benefício dos membros do primeiro, Randall S. Thomas:

*“A teoria da captura do Conselho diz que a diferença internacional na remuneração dos CEO’s (n. do t. - Chief Executive Officer, o principal executivo ou Presidente) é resultado das diferenças internacionais no que concerne o poder dos CEO’s. Nos Estados Unidos, o padrão de propriedade das ações de companhias abertas é disperso e não existem acionistas com participação acionária suficiente para contrabalancear o considerável poder dos CEO’s. Os CEO’s americanos tem capacidade limitada de extrair renda das sociedades que comandam por meio de esquemas envolvendo informações privilegiadas, então concentram seus esforços de enriquecimento no aumento de seu nível de remuneração.*

*Internacionalmente, os CEO’s enfrentam um tipo diferente de negociador do outro lado da mesa: o acionista controlador. Na maioria dos países, a propriedade de companhias abertas é muito mais concentrada do que nos Estados Unidos, e muitas firmas são controladas por acionistas detentores da maioria das ações votantes. Esses controladores têm incentivos para fixar limites à remuneração dos administradores. Considere-se, por exemplo, companhias com uma estrutura de propriedade concentrada onde o CEO não é parte do grupo ou família de controle. Nessas circunstâncias, os controladores seriam motivados a evitar remuneração excessiva, porque todo o lucro da companhia se reverte aos acionistas, incluindo os controladores. CEO’s profissionais contratados por companhias com estruturas de propriedade mais concentradas e companhias controladas por um acionista com participação relevante irão, desse modo, terão remuneração inferior do que os CEO’s americanos, cujos acionistas tendem a ser mais dispersos, e, portanto, menos capazes de monitorar de perto os CEO’s.<sup>185</sup>*

---

<sup>185</sup> THOMAS, Randall S., Explaining the International CEO Pay Gap: Board Capture or Market Driven? (November 14, 2002). Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 02-19. disponível em : <http://ssrn.com/abstract=353561> or doi:10.2139/ssrn.353561. Acessado em 24 de agosto de 2010. Tradução livre do autor. Versão original:

*“Board capture theorists claim that the CEO pay gap is the result of international differences in CEO power. In the United States, shareholder ownership pattern are dispersed and no large shareholders acts as balances to the considerable powers of the CEO. American CEO’s have limited ability to extract rents from their firms through self-dealing arrangements and thus they concentrate their efforts at self-enrichment on increasing their compensation levels.*

Verificamos, assim, que a hipótese apresentada – de que a estrutura acionária concentrada das companhias abertas brasileiras preveniria decisões dos administradores em benefício próprio ou de terceiros, mas em detrimento dos acionistas- é viável, e se sustenta em experiências internacionalmente reconhecidas. Frisamos que há uma tendência de inversão lenta e gradual dessa estrutura, em decorrência do natural desenvolvimento do mercado acionário nacional, o que pode levar a um aumento, no futuro, das situações em que os interesses dos acionistas passem a ser colocados em segundo plano pelos administradores.

Outra situação aparentemente contraditória consiste na disseminação de ações de responsabilidade social pelas companhias. Ora, se a responsabilidade social é, via de regra, tomada no interesse de *stakeholders* e em detrimento dos acionistas, e se esses, em razão da estrutura acionária concentrada, exercem influência nada desprezível sobre o Conselho de Administração e a Diretoria, por que tantas medidas em seu prejuízo estariam sendo aprovadas?

Nossa hipótese é a de que, em grande medida, as ações de pretensa responsabilidade social das companhias representam ou o mero cumprimento à lei, por um lado, ou valiosas ações de marketing, que geram efetivo ganho para as sociedades, e, em consequência, para seus acionistas, de outro.

São comuns campanhas publicitárias em que companhias se gabam por respeitarem o meio ambiente, não praticarem discriminação entre seus funcionários, não empregarem menores, não se utilizarem de trabalho escravo ou oferecerem um ambiente de trabalho agradável a seus funcionários, dizendo serem socialmente responsáveis. Ora, não se trata de responsabilidade social, mas apenas de submissão ao império da lei,

---

*Internationally, CEOs face a different type of negotiator across the tale from them: controlling shareholders. In most foreign countries, stock ownership is much more concentrated than US, and many firms are controlled by majority shareholders. These large blockholders have incentives to set firm limits on managerial pay. Consider, for instance, companies with a concentrated ownership structure where the CEO is not part of the controlling group or family. In these circumstances, those with a controlling interest should be motivated to prevent excessive compensation because any surplus in the firm revert to shareholders, including those in the dominant position. Professional CEOs hired by companies with more concentrated ownership and companies controlled by a large shareholder will therefore extract less rent than the CEOs of US firms, whose shareholders are more likely to be dispersed and therefore less able to closely monitor the CEOs.”*



algo a que todas as pessoas, físicas ou jurídicas, estão obrigadas<sup>186</sup>. Obviamente, nada impede que as companhias utilizem o fato de que cumprem a lei como um elemento de marketing. Entretanto, o que é relevante para nossa discussão é que essas não se tratam de decisões tomadas em prol de *stakeholders* e em detrimento dos acionistas por opção dos administradores. Estes estão obrigados a cumprir a lei – podendo inclusive ser responsabilizados se não o fizerem- não havendo, assim, que se falar em violação voluntária aos interesses dos acionistas, em prol dos *stakeholders*. As decisões dos administradores que, em cumprimento à lei, refletem negativamente sobre os interesses dos acionistas, não podem, obviamente, ser questionadas por estes, uma vez que a prática desses atos se encontra fora do escopo de discricionariedade dos administradores.

Por outro lado, muitas ações dos administradores tomadas pretensamente no interesse dos *stakeholders* são, na verdade, planejadas para atender, simultaneamente, os interesses dos acionistas e dos *stakeholders*, geralmente com foco nos primeiros. Por exemplo, a iniciativa de uma companhia qualquer para economizar bilhões de litros de água em seu processo produtivo, milhares de copos de plástico ou toneladas de papel certamente atende ao interesse difuso da população na preservação do meio ambiente, mas inegavelmente atende também aos interesses dos acionistas, uma vez que reduz os custos da sociedade e, logo, eleva a margem de lucro. Doações feitas para projetos

---

<sup>186</sup> A título de exemplo, ao tratar da função social da empresa, Carvalhosa, na obra citada, p. 281/282 leciona: “*Consideram-se principalmente três as modernas funções sociais das empresas. A primeira refere-se às condições de trabalho e às relações com seus empregados, em termos de melhoria crescente de sua condição humana, bem como de seus dependentes. A segunda volta-se ao interesse dos consumidores, diretos e indiretos, dos produtos e serviços prestados pela empresa, seja em termo de qualidade, seja no que se refere aos preços. A terceira volta-se ao interesse dos concorrentes, a favor dos quais deve o administrador da empresa manter práticas equitativas de comércio, seja na posição de vendedor, seja na de comprador. A concorrência desleal e o abuso do poder econômico, constituem formas de antijuricidade tipificadas.*”

*Ainda no que tange os concorrentes, as diversas formas de espionagem industrial e do uso indevido de processos e desenhos e outros direitos reservados e registrados constituem moderna modalidade delituosa dos administradores de empresa, capituláveis como contrárias à sua função social.*

*E ainda mais atual é a preocupação com os interesses da preservação ecológica urbana e ambiental da comunidade onde a empresa atua. O compromisso com a preservação da natureza transcende, outrossim, os aspectos meramente comunitários, para se colocar num plano mundial. A produção de elementos nocivos não só ao homem, como também à fauna e à flora, constitui dano de igual importância.”*

Ora, o respeito aos direitos de propriedade industrial, aos direitos dos empregados, aos concorrentes e ao meio ambiente não são uma ação de “responsabilidade social” ou uma homenagem à “função social da empresa”. Trata-se de rasa obediência à legislação que regula os direitos de propriedade industrial, à legislação anti-truste, à lei trabalhista e ambiental. Os administradores devem atentar para esses valores pelo simples fato de que sua atuação necessariamente deve ser com o cumprimento da lei, sob pena de gerarem graves prejuízos à sociedade (multas ambientais, demandas trabalhistas, medidas judiciais promovidas por concorrentes, etc) e serem pessoalmente responsabilizados.

ambientais podem valorizar objetivamente uma marca, elevando as receitas com vendas de determinado produto. Transferências a programas culturais podem agregar valor à imagem da companhia, além de gerarem importantes benefícios tributários. Em verdade, a grande maioria das ações de responsabilidade social voluntárias – excluídas aquelas decorrentes do simples cumprimento à legislação – são planejadas de forma a promover um retorno positivo para a sociedade: seja em forma de valorização de marcas, de imagem corporativa, ou muitas vezes de redução de custo. São, assim, eficientes medidas de marketing, o que, por óbvio, não diminui os eventuais benefícios que venham a gerar para os *stakeholders* em geral.

O ponto central dessa questão é o de que essas medidas, que beneficiam os *stakeholders*, não são tomadas em detrimento dos acionistas, mas sim em seu benefício, ainda que sejam propaladas como sendo fruto de uma genuína preocupação da sociedade com algum *stakeholder*, o que, em nossa opinião, explica a razão pela qual são tão disseminadas em um cenário em que o Conselho e a Diretoria são sensivelmente influenciados pelos acionistas controladores. Isso as legitima e as insere dentro do escopo de discricionariedade que a lei concede aos administradores, que, agindo no interesse dos acionistas, passam a ser protegidos pela *Business Judgement Rule*.

Assim, defendemos que a determinação de que os administradores satisfaçam as exigências do bem público e da função social da empresa ao perseguir o fim social da companhia não deve ser interpretada como uma autorização para que estes ajam em detrimento dos interesses econômicos dos acionistas. Caso essa fosse a interpretação a ser dada a esse dispositivo, haveria concessão de inaceitável discricionariedade a esses administradores, que poderiam agir como bem entendessem (uma vez que seria impossível, em nossa opinião, a aplicação da *Business Judgement Rule*) atendendo a qualquer interesse – inclusive os seus próprios, o que não é, em nossa opinião, uma interpretação razoável da norma. Entendemos que a menção ao bem público e à função social da empresa no art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas são uma espécie de norma programática, carregada de certa ideologia anti-capitalista, porém, que não deve ser interpretada como autorizadora de atos em detrimento do interesse econômico dos acionistas. Acreditamos que trata-se de menção que tem por objetivo expressar a crença do legislador em um “capitalismo humano”, que na prática se mostra de difícil

aplicação, em razão da necessária concessão de um inaceitável grau de discricionariedade aos administradores. Assim, entendemos que a menção ao atendimento ao bem público e à função social da empresa no artigo 154 trata-se de uma diretiva programática que pode até ser levada em conta pelos administradores na tomada de suas decisões – na verdade, é interessante que o seja- mas não os autoriza a decidir em detrimento dos interesses econômicos dos acionistas de maximização do retorno de seus investimentos.

Na mesma linha deve ser a interpretação da disposição contida no parágrafo único do art. 116 da Lei de Sociedades Anônimas, segundo o qual o acionista controlador deve usar seu poder “*com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social*”, tendo “*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*”. Entendemos que, como os administradores, o acionista controlador deve pautar a sua atuação no paradigma da maximização do retorno dos acionistas, não podendo decidir em prol dos interesses dos *stakeholders* em detrimento dos lucros da companhia.

Isso porque ao decidir em detrimento da lucratividade da sociedade, o controlador está prejudicando diretamente os demais acionistas, reduzindo o retorno de seus investimentos. Ao decidir por privilegiar os interesses de terceiros quaisquer em detrimento do retorno dos acionistas, o controlador literalmente “faz gentileza com o chapéu alheio”, pois, ainda que indiretamente, se utiliza de dinheiro que seria destinado a todos os acionistas em prol do atendimento de interesses de terceiros. Aplicam-se aqui as mesmas considerações já feitas em relação à possibilidade de atendimento pelos administradores de companhias dos interesses dos *stakeholders*. Entendemos que haveria discricionariedade quase ilimitada caso o controlador pudesse decidir e votar de modo a atender o interesse de qualquer terceiro interessado, uma vez que poderia agir em prol de qualquer interesse – inclusive dos seus próprios. Seria, em nossa opinião, virtualmente impossível a caracterização do abuso de controle, uma vez que qualquer ato, por mais prejudicial e atentatório aos interesses da sociedade, poderia ser justificado como sendo direcionado ao atendimento dos interesses de um *stakeholder* qualquer.

Assim, entendemos que a menção à função social da sociedade e aos interesses da comunidade e dos trabalhadores é uma determinação meramente programática, que não autoriza o controlador a decidir em detrimento dos interesses da sociedade e de seu fim social, que por definição é o lucro. Inclusive, é o que se extrai da lista exemplificativa de atos que caracterizam o abuso de controle contida no §1º do art. 117 da Lei de Sociedades Anônimas, que considera como abusivos atos dos quais decorram vantagens ilícitas ao controlador ou que contrariem o interesse da companhia (que é, em último caso, o lucro). Nesse particular, entendemos que, na análise dos atos do controlador, deva ser aplicada regra semelhante à que defendemos quando tratamos da forma como devem ser analisados os atos dos administradores: não necessariamente devem ter os efeitos esperados, e ainda que sejam ruinosos à sociedade não poderá haver responsabilização do controlador, desde que esse demonstre que as decisões foram tomadas de boa-fé e tinham por objetivo a consecução do fim social da companhia, que é o lucro.

Dessa forma, tanto no caso dos administradores quanto do controlador, entendemos que agir com responsabilidade social e atender à função social da empresa significa cumprir estritamente a legislação (trabalhista, fiscal, ambiental etc), o estatuto social e, com respeito aos imperativos morais e éticos difundidos na sociedade, agir sempre em prol da maximização dos lucros da companhia. Ao fazê-lo, estarão gerando empregos, produzindo riqueza, oferecendo produtos e serviços e pagando tributos, sendo esta a maior colaboração que as companhias podem dar à sociedade.

Especificamente em relação aos administradores, concluímos que eles - apesar da redação do art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas -, na prática, não possuem qualquer dúvida a respeito de qual é sua função: gerar o maior lucro possível aos acionistas, desde que respeitada a lei, os padrões éticos e o estatuto social. E não poderia ser de outra forma, uma vez que, se se entendesse que o dispositivo legal em comento representasse um “cheque em branco”, isso é, se o dever dos administradores de atender o bem público e a função social da empresa pudesse ser exercido em detrimento dos acionistas, veríamos verdadeira ditadura dos administradores, que teriam imensa liberdade para decidir o que fazer com os recursos dos sócios – e a *Business Judgment Rule* não poderia ser invocada, por absoluta ausência de *standards* mínimos para sua

aplicação. Em nossa opinião, essa autorização é espécie de norma programática, de aplicação prática impossível e indesejável. Traduz a crença do legislador em um “capitalismo humanizado” em que as sociedades não buscassem apenas o lucro, mas um “mundo melhor”. Sem dúvida, seria altamente desejável que isso ocorresse. Entretanto, para isso seria necessário que os administradores tivessem uma liberdade praticamente ilimitada, conforme foi exaustivamente demonstrado. E esse é um voto de confiança que os acionistas definitivamente não estão dispostos a lhes conceder.

Afirmamos, logo, com certa tranquilidade, que no Brasil vige o modelo de Governança Corporativa direcionado à maximização do valor dos acionistas, ainda que a lei seja dúbia, e que parte da doutrina tenha certa vergonha de admiti-lo.<sup>187</sup> Essa conclusão decorre da análise de como funcionam, na prática, as sociedades brasileiras, que, inegavelmente, são direcionadas à obtenção do maior lucro possível a seus acionistas. Mesmo as pretensas ações de responsabilidade social são permeadas, como visto, pela lógica da maximização do retorno dos acionistas.

Somos ainda da opinião de que a disseminação dessas chamadas “*ações de responsabilidade social*”, na grande maioria das vezes nada mais é do que uma inteligente jogada de marketing das sociedades, que valorizam suas imagens em razão de medidas que são, na verdade, determinadas por lei, ou que geram, para elas próprias, benefícios tangíveis. Em razão da estrutura acionária concentrada verificada nas sociedades abertas nacionais, que leva a um maior controle do Conselho de Administração e da Diretoria pelos acionistas controladores, não verificamos com frequência, no Brasil, medidas que, buscando atender aos interesses dos *stakeholders* – ou a interesses pessoais dos administradores –, reduzam de maneira relevante o retorno dos acionistas.

---

<sup>187</sup> Admitindo, sem ressalvas, o objetivo lucrativo das sociedades, Frederico A. Monte Simionato, com clareza, firmeza e propriedade, em seu Tratado de Direito Societário, fl. 12: “A sociedade existe para distribuir lucros aos seus sócios. Disso difere profundamente das associações, das cooperativas e das fundações.

*Os fundos da sociedade devem ser empregados diretamente em fazer multiplicar sua riqueza, possibilitando a distribuição de lucros e constituição de reservas.*

...

*O contrato de sociedade tem como finalidade a divisão dos lucros. Para que se possa dizer, portanto, que se está diante de uma sociedade não basta o exercício de uma atividade de empresa, mas necessita, também, ulteriormente, que esta atividade seja desenvolvida para a realização de lucros, os quais deverão, uma vez realizados, ser divididos entre os sócios.”*

Somente assim as sociedades podem agir no interesse dos *stakeholders*: sem qualquer prejuízo aos acionistas – de preferência, com algum ganho. Em nossa opinião, a apreciação da regularidade de uma decisão qualquer dos administradores – sustentada ou não na chamada “responsabilidade social” ou “função social da empresa”- deve necessariamente passar pelo “teste” dos acionistas, que poderia ser representado pela seguinte pergunta: “*Esta decisão está de acordo com a lei e com o estatuto social, e, levando em conta todas as circunstâncias presentes no momento em que foi tomada e a Ciência da Administração de Empresas, é possível afirmar que foi direcionada ao atendimento aos os interesses dos acionistas?*”.

Se os administradores tiveram ou não sucesso, se em decorrência de suas ações a sociedade sofreu enormes prejuízos ou teve estupendo lucro, tudo isso é irrelevante. Desde que os administradores tenham utilizado, de forma razoável e justificável, as técnicas administrativas a fim de perseguir resultados favoráveis aos acionistas, não podem ser responsabilizados.

Obviamente, essa análise a *poteriori* das ações dos administradores é tarefa complexa, e, na dúvida, deve prevalecer a presunção da legalidade dos atos dos administradores, sob pena de se impossibilitar a regular gestão da sociedade. Entretanto, estes devem estar prontos a justificar tecnicamente qualquer decisão (inclusive e principalmente as medidas de responsabilidade social), demonstrando em que sentido ela atenderia aos interesses dos acionistas. Assim, a doação para determinada instituição de caridade deve ser precedida de um estudo, de complexidade compatível com o valor da doação, que demonstre o possível ganho que a sociedade pode ter, em termos de imagem corporativa, com aquele ato. A concessão de um benéfico qualquer aos funcionários deve ser justificada, seja na necessidade de retenção de empregados qualificados, seja na possibilidade de aumento de produtividade destes.

Temos ciência de que muitas vezes o nexos causal entre determinada medida e possíveis resultados positivos aos acionistas é extremamente tênue. Entretanto, há uma enorme distância entre a aceitação cega de que os administradores podem agir em detrimento dos acionistas, justificando tal medida no atendimento a um *stakeholder* qualquer e a exigência de que eles demonstrem, na medida do possível, que determinada

ação tinha por objetivo o atendimento aos interesses dos acionistas. Se a segunda situação não representa uma garantia de que os administradores farão seu serviço de forma diligente, não há dúvidas de que inibe ao menos as situações em que os administradores, arbitrariamente, violarão de forma direta os interesses dos acionistas, em benefício de terceiros ou, na pior hipótese, em benefício próprio. Essa preocupação se justifica, como visto, diante da crescente dispersão da estrutura acionária nacional, que tende a esmorecer o controle dos acionistas sobre a administração, aumentando o poder dos administradores.

Assim, concluímos nossa tese a respeito da responsabilidade social das companhias. Os administradores têm ampla discricionariedade para decidirem os rumos da sociedade, estando protegidos pela *Business Judgement Rule*, desde que respeitem a lei, o estatuto e as determinações do Conselho de Administração e da Assembleia Geral, além de agirem dentro das balizas técnicas ditadas pela Ciência da Administração de Empresas. Essas regras se aplicam indistintamente a todas as decisões dos administradores, incluindo aquelas que atendam, de alguma forma, os *stakeholders*. Todas devem ser tecnicamente justificáveis, tendo por objetivo o atendimento aos interesses dos acionistas<sup>188</sup>.

Entender de forma contrária tornaria a *Business Judgement Rule* inaplicável, em razão da ausência de qualquer parâmetro de análise dos atos dos administradores. Estes seriam, assim, unguídos à cômoda- e perigosa, pois tentadora- posição de serem os juízes finais do destino “social” a ser dado a grandes valores – que, frise-se, não lhes pertence. Ora, por que caberia aos administradores decidir se os recursos dos milhares de acionistas serão utilizados para ajudar crianças carentes ou projetos ambientais? Salvar as baleias ou ajudar uma comunidade necessitada? Incentivar um projeto cultural ou educacional? A lição de Friedman no artigo já citado nos parece muito atual: a situação se aproximaria a uma espécie de “tributação” absolutamente ilegítima, onde recursos seriam tirados de acionistas para serem investidos em projetos sociais escolhidos pelos

---

188 A análise do efetivo elo de potencial causalidade entre determinada medida e o atendimento dos interesses dos acionistas, obviamente, caberia em último grau à Justiça, que tende a privilegiar - em nosso entender, de forma correta-, a discricionariedade dos administradores. A título de exemplo, podemos mencionar mais uma vez os já citados julgamentos dos casos *Barlow* e *Shlensky v. Wrigley*, em que as Cortes americanas entenderam estar protegidas pela *Business Judgement rule* decisões gerenciais que guardam um “*extremely tenuous tie*” com os interesses dos acionistas. O que nos parece relevante é afirmar a imprescindibilidade desse nexos.

administradores. Evidente que muito mais adequado é deixar ao Estado a definição de tais prioridades, por meio da edição de leis e aplicação dos tributos arrecadados. Em vez de permitirmos aos administradores a livre escolha de como investir recursos dos acionistas em projetos ambientais, que se editem leis determinando os requisitos ambientais mínimos a serem seguidos pelas sociedades. A função social das sociedades deve ser determinada pelo Estado, por meio de leis, e não arbitrariamente pelos administradores. Cumprindo a lei, que os administradores se foquem exclusivamente em aumentar ao máximo o retorno dos acionistas – ainda que para alcançar tal fim tenham que dizer que não se importam tanto com isso.

Entendemos que essa formulação reduz sensivelmente os custos de agência em que os acionistas incorrem em seu relacionamento com os administradores. Ao fixar balizas minimamente tangíveis para pautar a ação dos administradores, os acionistas incorrem em menores custos de fiscalização, por um lado, e por outro, também em menores perdas residuais, uma vez que, com menos frequência, os administradores agirão de forma a contrariar seus interesses econômicos e, quando o fizerem (o que é inevitável), o prejuízo por eles (acionistas) sofridos será menor, em comparação com o modelo de Governança no qual seria permitido aos administradores agirem em prol do interesse dos *stakeholders*, em detrimento dos interesses dos acionistas, no qual, sem sobra de dúvida, os custos de agência seriam infinitamente maiores (em decorrência dos maiores custos de fiscalização e das maiores perdas residuais). Menores custos de agência significam mais recursos e recursos mais baratos para financiar as companhias abertas, gerando mais empregos, tributos, produtos e serviços à sociedade.

Concluída a análise sobre quais interesses devem ser atendidos pelos administradores na gestão das sociedades, e em que medida devem fazê-lo, faremos, no próximo capítulo, uma análise das chamadas *non-shareholders constituency statutes*, leis aprovadas por diversos estados americanos que permitem que os administradores decidam em detrimento dos acionistas. Diferentemente do Brasil, onde atualmente a autorização prevista no §6º do art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas não é utilizada na prática – pelos motivos abordados no presente capítulo- nos Estados Unidos as *non-shareholders constituency statutes* sustentam diversas decisões gerenciais controversas.



Veremos, assim, como a autorização para que os interesses dos acionistas sejam preteridos funciona na prática.

## CAPÍTULO VI - NONSHAREHOLDER CONSTITUENCY STATUTES

Em *Interpreting Nonshareholders Constituency Statutes*, Bainbridge diz que, nos anos 80, os Estados Unidos vivenciaram uma onda de ofertas hostis de aquisição do controle de sociedades (*hostile takeovers*). As ofertas hostis consistem na tentativa de aquisição do controle de uma companhia aberta por meio da compra de ações diretamente no mercado, sem que isso envolva negociação com os antigos controladores. É típica de mercados acionários mais desenvolvidos, onde a dispersão de ações é maior, sendo então mais comum que aquele que efetivamente exerce o controle não possua a maioria das ações com poder de voto, o que permite, em tese, que um terceiro adquira essas ações no mercado e assuma o controle da sociedade.

Nos Estados Unidos, a maioria dos estatutos sociais possui cláusulas que dão ao Conselho de Administração o poder de rejeitar essas ofertas, quando entenderem que as mesmas não são do interesse da sociedade, direito que lhes é garantido também por algumas legislações societárias estaduais. Esses mecanismos são chamados de *shark repellents*, ou “espanta-tubarões”, em uma referência obviamente pejorativa àqueles que promovem essas aquisições hostis.

Foram exatamente essa visão pejorativa dessas aquisições hostis e os litígios decorrentes da rejeição das ofertas pelos Conselhos de Administração das companhias-alvo que levaram à criação dos *Nonshareholders Constituency Statutes*.

Existe opinião disseminada de que as ofertas hostis são prejudiciais à maioria dos *stakeholders* da sociedade adquirida. Geralmente dirigidas contra sociedades pouco lucrativas ou em dificuldades financeiras, as ofertas hostis sempre levam a reestruturações societárias que envolvem a mudança do controle – geralmente detido por uma ou mais famílias por décadas ou séculos e que passa para outras sociedades, geralmente maiores e muitas vezes controladas por fundos de investimento globais- e no imaginário popular sempre envolvem a demissão de funcionários e fechamento de fábricas, com a conseqüente deterioração da comunidade onde as mesmas estavam

instaladas<sup>189</sup>. Outra consequência comum em aquisições hostis é a substituição dos antigos diretores e conselheiros. É desnecessário dizer que os governos locais, os trabalhadores e as comunidades onde as sociedades objeto da oferta têm sua sede ou atuam se opõem ferrenhamente a essas aquisições. Da mesma forma, e as vezes com maior força, o fazem os administradores das sociedades-alvo.

Entretanto, se existe dúvida a respeito dos prejuízos sofridos pelos *stakeholders* com as ofertas hostis – o que não impede que haja enorme oposição, como já visto – o

---

<sup>189</sup> Para Bainbridge, não existem evidências convincentes dos efeitos deletérios das aquisições sobre os empregados da sociedade adquirida, ou sobre as comunidades onde a mesma atua. Vejamos, à fl. 1008/1009 de *Interpreting the Nonshareholders Constituency Statutes*:

*“Na verdade, existem poucos estudos empíricos confiáveis sobre os efeitos de takeovers sobre não acionistas com interesses na sociedade alvo. Os estudos existentes, que em sua maioria acham pouco ou nenhum efeito deletério para os stakeholders, devem ser analisados com cuidado, pois todos podem ser criticados em algum aspecto. Um estudo, por exemplo, descobriu que takeovers não tem qualquer efeito adverso aos detentores de títulos emitidos pela sociedade. Mas esse estudo envolveu fusões negociadas ao invés de takeovers hostis e, mais importante, foi feito antes da onda de ofertas elevadas dos anos 80. Um outro estudo conclui que takeovers tinham pouco efeito nos salários. Mas sua amostra inclui apenas empresas muito pequenas, e dados de somente um Estado. Em razão dessas falhas, relativamente pouco pode ser com confiança e conclusões sérias não podem ser tiradas. A justificação teórica para proteção dos não acionistas é atraente, mas é contrabalanceada por fortes argumentos teóricos de que os stakeholders não são consistentemente prejudicados pelas takeovers. Takeovers que resultam em demissões em massa dos trabalhadores blue collars são raras. Na verdade, os trabalhadores podem se beneficiar de uma mudança no controle. Uma das razões para os “prêmios” decorrentes de takeovers é que o comprador ganha ao dispensar gerentes ineficientes. Outra explicação comum é que o comprador consegue ganhos de sinergia ao fundir o negócio da firma adquirida ao seu. Em qualquer um dos casos, se a takeover torna a firma adquirida mais lucrativa e produtiva, os seus trabalhadores deveriam ter maior segurança no trabalho e melhores salários. A questão é simplesmente que não há conflito sistemático entre stakeholders e acionistas; pelo contrário, o estudo deve se desenvolver por meio da análise de casos concretos.”*Tradução livre do autor. Versão original:

*“In fact, there are few credible empirical studies of the effect of takeovers on nonshareholder constituents of target companies. The existing studies, most of which find little or no detrimental effect on stakeholders, must be approached with some caution, as all can be criticized on various grounds. One study, for example, found that takeovers had no adverse affect on bondholders. But it involved negotiated mergers rather than hostile takeovers and, moreover, antedated the wave of highly-leveraged bids in the 1980s. Another study found that takeovers had little effect on employee wages.<sup>153</sup> But its sample included only very small firms and data from only one state. In light of these flaws, relatively little can be said with confidence and firm conclusions cannot be drawn. The theoretical justification for protecting nonshareholders is not unappealing, but is counterbalanced by sound theoretical arguments that stakeholders are not systematically harmed by takeovers. Takeovers resulting in wholesale purges of the blue collar work force are rare. Indeed, the firm’s workers may actually benefit from a change of control. A fairly standard explanation for takeover premiums posits that the bidder profits by displacing inefficient incumbent managers. Another fairly standard explanation posits that the bidder reaps synergistic gains by meshing the target’s business with its own. In either case, if the takeover makes the target firm more profitable and productive, the target’s rank and file workers should have improved job security and higher wages.<sup>154</sup> The point is not that stakeholder and shareholder interests always converge in takeovers; sometimes they do diverge. The point is simply that there is no systematic conflict between stakeholders and shareholders; instead, analysis must proceed on a case by case basis”* Para mais informações, ver os estudos citados: E.g., Asquith & Kim, *The Impact of Merger Bids on the Participating Firms’ Security Holders*, 37 J.FIN. 1209 (1982) e Charles Brown & James L. Medoff, *The Impact of Firm Acquisitions on Labor*, in *CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES* 9 (Alan J. Auerbach ed. 1988).

benefício financeiro dos acionistas com as mesmas é inegável e relevante<sup>190</sup>, uma vez que as ofertas hostis geralmente são feitas em valor sensivelmente superior ao valor de mercado das ações.

Diante dessa situação, são corriqueiros os conflitos envolvendo a adoção de medidas contrárias a uma aquisição hostil pelo Conselho de Administração, uma vez que tal oposição atende aos interesses dos seus membros, dos diretores da companhia e de uma série de *stakeholders*, porém, viola frontalmente os interesses dos acionistas. Esses casos, em razão dos altos valores envolvidos, são levados ao Judiciário, a quem cabe decidir a respeito da legalidade da oposição. O Judiciário de *Delaware*, onde grande parte das companhias americanas são sediadas, definiu, em dois precedentes importantes – os casos *Unocal* e *Revlon*-, os critérios que devem orientar o Conselho de Administração no momento de decidir pela oposição ou não a uma oferta hostil. Esses critérios, como veremos a seguir, são relativamente restritivos, e tornam a objeção a uma oferta hostil em detrimento dos interesses dos acionistas uma opção extremamente arriscada aos membros do Conselho de Administração, que podem responder pessoalmente pelos prejuízos causados aos acionistas.

Assim, diante desses precedentes da Corte de *Delaware*- que pela sua qualidade técnica e em razão de características próprias do sistema da *Common Law* possuem grande importância e tendem a ser seguidos pelos Juízes dos demais Estados americanos-, diversos Conselhos de Administração de sociedades localizadas em outros

---

<sup>190</sup> Novamente, Bainbridge, às fl. 1009/1010:

“Os acionistas inquestionavelmente se beneficiam de uma takeover bem sucedida. Ofertas bem sucedidas produzem resultados positivos anormais para as empresas alvos que vão de 16,9% a 34,1%, com uma média ponderada de 29,1%. Além disso, os acionistas das empresas alvo aparentemente capturam a maior parte dos ganhos, como os retornos positivos anormais que vão de 2,4% a 6,7%, com uma média ponderada de 3,8%. Se uma oferta de takeover falha em razão da oposição dos administradores, as consequências para os acionistas da companhia alvo são muito severas.” Tradução livre do autor. Versão original:

“Shareholders unquestionably benefit from a successful takeover. Successful bids produce positive abnormal returns for targets ranging from 16.9 percent to 34.1 percent, with a weighted average of 29.1 percent. Moreover, target shareholders [1010] appear to capture the most of the gains, as abnormal positive returns to bidding firms range from 2.4 percent to 6.7 percent, with a weighted average of 3.8 percent. If a hostile takeover bid fails because of management resistance, the consequences to target company shareholders are thus quite severe”. Para mais informações, ver os estudos citados: Frank A. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholders' Welfare*, 36 *BUS.LAW.* 1733 (1981); Frank A. Easterbrook & Gregg A. Jarrell, *Do Targets Gain From Defeating Tender Offers?*, 59 *N.Y.U.L.REV.* 277 (1984); Gregg A. Jarrell, James A. Brickley & Jeffrey Netter, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, 2 *J.ECON.PERSP.* 49 (1988); Michael Jensen & Richard S. Ruback, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, 11 *J.FIN.ECON.* 5 (1983).

Estados se encontravam na seguinte situação: desejavam, por interesse próprio, se opor a uma oferta hostil que certamente lhes custaria seus empregos. Possuíam, além disso, uma justificativa plausível e defensável: a objeção se daria em benefício dos *stakeholders*: dos empregados que perderiam seus empregos, das comunidades locais que sofreriam com o fechamento de fábricas, dos fornecedores que seriam obrigados a fechar as portas. Finalmente, sofriam enorme pressão dos sindicatos, políticos e da população em geral para inviabilizarem aquela oferta que tanto mal traria ao Estado. Entretanto, temiam ser responsabilizados pelos acionistas, em razão dos prejuízos decorrentes da objeção à oferta.

A solução dada ao problema foi a criação dos *Nonshareholders Constituency Statutes*, leis que, como já dito, expressamente autorizam os administradores a levarem em conta (via de regra, há autorização, e não obrigatoriedade<sup>191</sup>), ao tomarem suas decisões, os interesses dos *stakeholders*, e não somente dos acionistas. Tratou-se de um meio de garantir proteção aos administradores, para que pudessem, em tese, desconsiderar os interesses dos acionistas ao decidir. Não obstante essas normas tenham sido criadas especificamente para dar garantia aos membros do Conselho de Administração na rejeição de ofertas hostis – várias dessas leis foram escancaradamente casuísticas, editadas às pressas durante um procedimento de *takeover* já em curso, para permitir que o Conselho rejeitasse uma oferta específica<sup>192</sup>-, não existe qualquer

---

<sup>191</sup> Essa menção é relevante, uma vez que a mera autorização para que os administradores levem em conta os interesses dos *stakeholders* não permite que esses questionem as decisões do Conselho ou da Diretoria que forem tomadas sem que seus interesses sejam considerados. Em suma, os *Nonshareholders Constituency Statutes* permitem que os administradores levem em conta os interesses dos *stakeholders*, mas não exige que eles o façam.

Em sentido diverso, o art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas prevê que os administradores deverão (e não simplesmente poderão) exercer suas atribuições com respeito às exigências do bem público e da função social da empresa. Como visto no capítulo anterior, trata-se de previsão em nosso entender equivocada, que pode ser utilizada por administradores oportunistas para justificar decisões tomadas em detrimento dos acionistas – e muitas vezes em benefício próprio. Se não lidamos ainda com graves problemas decorrentes dessa autorização, trata-se de situação circunstancial que decorre da estrutura acionária concentrada verificada nas companhias nacionais, mas que tende a se alterar em decorrência do desenvolvimento do mercado de capitais.

Finalmente, é possível fazer um paralelo entre esse dispositivo legal e o os *Nonshareholders Constituency Statutes*, não obstante haja claras distinções entre os mesmos. Enquanto o art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas demanda que os administradores atendam à função social e às exigências do bem público no exercício de suas atividades, os *statutes* expressamente autorizam aos administradores a decidirem em prol dos *stakeholders* e em detrimento dos acionistas. Trata-se de situação, em nossa opinião, muito mais grave – em razão de seu potencial de prejuízo aos acionistas- do que a exigência genérica contida na legislação nacional.

<sup>192</sup> Bainbridge, às fl. 25 da ob. cit., menciona interessante episódio:

limitação em relação às situações nas quais elas podem ser aplicadas. Ou seja, por meio de uma interpretação literal, os administradores sempre podem, ao decidir, levar em conta os interesses dos *stakeholders*, ainda que em detrimento dos interesses dos acionistas, o que evidentemente se mostra, no mínimo, arriscado. Em *Interpreting Nonshareholders Constituency Statutes*, Bainbridge propõe uma interpretação que consideramos razoável para essas leis, tendo em vista as justificáveis por ele levantadas: em que medida podem os interesses dos acionistas ser desconsiderados? Qual peso deve ser dado aos interesses dos *stakeholders* quando esses forem contrastados com os interesses dos acionistas? Qual a solução quando houver conflito entre os interesses dos próprios *stakeholders*? Como devem essas decisões ser analisadas pelos Tribunais?

Após ressaltar a inviabilidade de que os interesses dos acionistas sejam simplesmente postos de lado – o que os *statutes* não autorizam-, Bainbridge afirma que a correta interpretação dessas leis deve se dar com os olhos voltados para o potencial conflito de interesses entre o acionistas, de um lado, e os administradores, de outro. Defende, assim, que a interpretação dos *statutes* – e da extensão da liberdade dada aos administradores para agirem em desacordo com os interesses dos acionistas- deve ser diversa caso se trate de uma decisão operacional ou de uma decisão estrutural.

As decisões operacionais seriam aquelas tomadas diuturnamente na sociedade, relacionadas ao seu regular funcionamento e consecução de seu objeto social, como o fechamento de fábricas ou filiais, a concessão de aumentos salariais, a alteração da

---

*“Em uma discussão legislativa sobre uma nova lei do Estado de Pennsylvania de proteção aos nonshareholder constituency, um dos legisladores defensores da lei disse: “Para Sam Belzberg, para Carl Icahn, para Boone Pickens, para os irmãos Bass para Don Trump e a todos vocês “abutres corporativos”, você não tem um amigo na Pennsylvania”. Pa.Legis.J., Sen., Dec. 13, 1989, at 1539 (Sen. Armstrong). Veja também id. 1507 (“legislação de defesa contra “abutres corporativos” não é um vício”)(Sen. Williams); Pa.Legis.J.House, Apr. 24, 1990, at 778 (“Ao aprovar essa medida antitakeover, nós iremos enviar uma mensagem alta e clara àqueles que fazer das empresas da Pennsylvania uma fonte de lucros rápidos, e que a Pennsylvania não é mais o seu playground”). Tradução livre do autor. Versão original:*

*“In a legislative debate on Pennsylvania’s latest package of takeover laws, which included a new nonshareholder constituency statute, one of the bill’s sponsors observed, “To Sam Belzberg, to Carl Icahn, to Boone Pickens, to the Bass Brothers, to Don Trump and all you other corporate raiders, you do not have a friend in Pennsylvania.” Pa.Legis.J., Sen., Dec. 13, 1989, at 1539 (Sen. Armstrong). See also id. at 1507 (“legislation in defense from corporate raiders is no vice”) (Sen. Williams); Pa.Legis.J.House, Apr. 24, 1990, at 778 (“By passing this antitakeover measure, we will send a loud and clear message to those who would make our Pennsylvania corporations simple, quick-profit chop shops, and that is, Pennsylvania is no longer your playground.”).”*

política de atendimento a clientes e fornecedores ou o investimento em programas sociais.

Em relação a essas decisões, Bainbridge acredita que a liberdade concedida pelos *statutes* aos administradores seria inócua. Por um lado, os administradores já poderiam levar em conta, ao decidir essas questões, independentemente dos *statutes*, os interesses dos *stakeholders*, e estariam, de acordo com a doutrina da *Business Judgement Rule*, amplamente protegidos de qualquer responsabilização ou revisão de suas decisões pelos Tribunais. Assim, se entenderem pertinente realizar *trade-offs* entre os interesses dos acionistas e dos *stakeholders* em questões operacionais – manutenção de uma fábrica aberta, ainda que deficitária, em razão do possível impacto que sua desativação poderá causar na comunidade na qual a mesma se encontra inserida – estariam protegidos pela *Business Judgement Rule*, não necessitando, assim, da proteção conferida pelos *statutes*<sup>193</sup>.

Por outro lado, para Bainbridge, essa liberdade de decisão nas questões operacionais conferida pela *Business Judgement Rule* independentemente dos *statutes* seria contrabalanceada pela sujeição dos administradores aos acionistas. Ainda que a posição defendida por Friedman – de que os administradores são empregados dos acionistas e devem, assim, agir em seu exclusivo interesse – esteja superada pela Teoria Contratualista, não é possível ignorar o fato de que os administradores são, a uma, eleitos pelos acionistas, e podem ser por eles destituídos a qualquer momento, caso os acionistas entendam que sua gestão está sendo prejudicial a seus interesses. Além disso, é comum que grande parte de sua remuneração seja variável, e estruturada de forma a alinhar seus interesses com os interesses dos acionistas. Assim, se os administradores recebem bônus atrelados à lucratividade da sociedade, ou ao valor de mercado de suas ações, não teriam incentivo para agirem em desacordo com os interesses dos sócios, uma vez que estariam prejudicando os próprios interesses. Assim, Bainbridge não considera que os *statutes* terão grande impacto nessas decisões<sup>194</sup>.

---

<sup>193</sup> Como visto no capítulo anterior, entendemos que, sob nenhuma hipótese, as decisões gerenciais tomadas em atenção a outros interesses que não o dos acionistas podem ser protegidas pela Business Judgement rule. Assim, discordamos da posição de Bainbridge nesse particular.

<sup>194</sup> Bainbridge, às fl. 1000/1001 da ob. cit., afirma que as decisões operacionais são caracterizadas como espécie de transações repetitivas (*repeat transactions*), que, de acordo com a teoria econômica envolvem

Devemos ressaltar que, como visto no capítulo anterior, não concordamos com o argumento segundo o qual a *Business Judgement Rule* protegeria os administradores em caso de decisões que privilegiem os *stakeholders* em detrimento dos acionistas, o que tornaria os *statutes* irrelevantes nas decisões operacionais. Pelo contrário, entendemos que na esteira de *Dodge X Ford*, a discricionariedade dos administradores é limitada à escolha dos meios que considerarem mais adequados para que a sociedade alcance seu fim – o lucro –, e que qualquer decisão dos mesmos deve ser justificada sob esse paradigma. Entendemos que a *Business Judgement Rule* não pode ser interpretada com amplitude suficiente a proteger os administradores que pratiquem atos em expresse desacordo com os interesses dos acionistas, e que os *statutes* representam verdadeira revolução, e merecem interpretação mais restritiva do que as que lhe deu Bainbridge, no que concerne às decisões operacionais.

Em relação às decisões estruturais, a abordagem feita por Bainbridge é diferente. As decisões estruturais seriam aquelas que envolvem uma mudança na estrutura de propriedade da sociedade (*ownership structure*), ou seja, por meio delas, os conselheiros – diretores, via de regra, não possuem competência para a tomada dessas decisões – influem, às vezes de forma decisiva, na composição do quadro acionário da companhia. As situações mais comuns são aquelas que envolvem as ofertas hostis, quando se abre a possibilidade de o Conselho de Administração se utilizar das chamadas *shark repellents*, a fim de defender a companhia de uma oferta por eles considerada indesejável. Apesar de não serem a única espécie de decisões estruturais, a análise de Bainbridge se foca nelas. Assim, iremos abordar as considerações do autor no que se refere à oposição do Conselho de Administração às ofertas hostis, lembrando que outras decisões estruturais podem ser tomadas pelos administradores. Em seguida,

---

menores chances de situações em que o agente decide de acordo com seus próprios interesses, em detrimento do principal (*self-dealing*), uma vez que existe grande chance de que o principal irá puni-lo em uma transação futura. Assim, um administrador que decide questão em evidente violação dos interesses dos acionistas assume o risco de que poderá ser retaliado no futuro, uma vez que a relação entre os mesmos é repetitiva, ou seja, envolve uma longa série de decisões com natureza semelhante. Logo, o administrador que toma essa decisão pode não ser reeleito para o cargo de gestão ao final do seu mandato, o que inibe que ele decida de forma contrária aos interesses dos acionistas.

Não obstante essas considerações, conforme demonstrado no capítulo anterior, somos da opinião de que mesmo nas chamadas decisões operacionais há a possibilidade de que os administradores “sequestrem” o Conselho, e, diante do absentismo dos acionistas, principalmente em sociedades com base acionária dispersa, não sofram efetiva fiscalização. Além disso, o pretense alinhamento de interesses entre acionistas e administradores em razão da política de remuneração variável é relativo, considerando que muitas vezes decisões tomadas em benefício próprio pelos mesmos lhes trarão resultados mais vantajosos do que o reflexo da decisão tomada em benefício dos acionistas sobre sua remuneração.



daremos nossa opinião a respeito da análise feita pelo autor, tratando, então, das decisões estruturais em geral.

Como já dito, essas foram as situações que ensejaram a adoção por diversos Estados americanos dos *statutes*, destinados a dar aos administradores a segurança necessária para ferirem abertamente o interesse econômico dos acionistas. A justificativa foram os alegados prejuízos sofridos pelos *stakeholders* em decorrência das *hostile takeovers* que, como visto, não encontram qualquer sustentação científica, ao contrário dos benefícios dos acionistas com essas mudanças de controle, que são relevantes e fartamente comprovados.

Para Bainbridge, o que justificaria o tratamento diverso às decisões estruturais em relação às operacionais no que concerne à aplicação dos *statutes* seria o pulsante conflito de interesses existente entre os administradores e os acionistas nas primeiras, que seria virtualmente inexistente nas últimas – como visto, para o autor, nas decisões operacionais haveria, via de regra, alinhamento entre os interesses dos acionistas e dos administradores.

De qualquer modo, o conflito nas decisões operacionais, é claro: enquanto os acionistas são comprovadamente beneficiados por aquisições decorrentes de ofertas hostis – tendo em vista que suas ações são adquiridas por valor superior ao de mercado na grande maioria das vezes-, os administradores são gritantemente prejudicados pelas mesmas, pois perdem seus empregos na maioria das vezes.

A oportunidade para a aquisição do controle de uma sociedade por meio de oferta hostil geralmente surge quando suas ações se encontram “baratas”, ou seja, cotadas abaixo do que os agentes econômicos racionais razoavelmente se disporiam a pagar por ela. Isso pode decorrer de uma série de circunstâncias – má-administração, fatores conjunturais como crises econômicas ou políticas públicas desfavoráveis, indisponibilidade de capital para investimento etc- que, para ensejarem uma oferta hostil, geralmente se somam a uma negativa dos acionistas que exercem o controle em vender sua participação, o que também pode se dar por uma série de motivos: apego

emocional, muito comum em sociedades familiares<sup>195</sup>, ausência de compradores dispostos a pagar o quanto os controladores entendem que a sua participação acionária vale, etc.

O fato é que, ao fazer uma oferta hostil pelo controle de uma sociedade, o ofertante está afirmando claramente que acredita que aquela sociedade, sob sua orientação – tendo em vista que são acionistas que escolhem, direta ou indiretamente os administradores - poderá produzir melhores resultados. Isso se dá, na grande maioria das vezes, por meio de alterações profundas na gestão da companhia – por exemplo, alteração dos critérios de remuneração dos empregados, corte de custos, investimentos em tecnologia, mudança da “cultura corporativa”, exploração de novos produtos e serviços. Não é preciso ser um *expert* da Ciência da Administração para concluir que, muitas das vezes, essa reestruturação envolverá o afastamento dos administradores, que terão seus cargos ocupados por pessoas indicadas pela nova controladora.

Fica claro, assim, o conflito de interesses entre os acionistas, de um lado, e os administradores, de outro, no caso de ofertas hostis – o ganho dos primeiros, na massiva maioria das vezes, acarretará a perda do emprego dos últimos. A possibilidade dos conselheiros rejeitarem uma oferta hostil em razão de supostos prejuízos aos *stakeholders* nos parece a desculpa perfeita para que eles ajam deliberada e exclusivamente em interesse próprio<sup>196</sup>. A situação é agravada pela constatação de que

---

<sup>195</sup> A título de exemplo, podemos citar a recente aquisição da cervejaria americana Anheuser-Busch, uma das maiores e mais antigas empresas familiares americanas pela Inbev, sociedade belga que controla a AmBev. A aquisição em questão foi fruto de uma oferta hostil, à qual se opuseram não somente a família Busch, antiga controladora, mas também setores da própria sociedade americana, como sindicatos. Foram utilizados desde argumentos emocionais (a venda da empresa que produz a cerveja Budweiser, um ícone americano a uma empresa estrangeira seria um ultraje) até argumentos corporativistas (a InBev, comandada por executivos brasileiros, possui uma cultura que incentiva a competição e a meritocracia, enquanto a Anheuser-Busch era famosa pelas benesses extravagantes que concedia a seus executivos). Ao final, a aquisição foi finalizada, apesar da oposição dos antigos controladores e de boa parte da sociedade americana. Para mais informações, ver reportagem do jornal The New York Times: <http://www.nytimes.com/2010/10/17/business/17shelf.html>.

<sup>196</sup> Em contraste às transações repetitivas (*repeat transactions*), a decisão de se opor a uma oferta hostil é caracterizada por Bainbridge às fl. 1011/1012 como uma transação final (*final period transaction*), onde a inexistência de transações futuras na mesma série incentiva que o agente aja guiado pelos próprios interesses, tendo em vista a impossibilidade de punição ou retaliação futuras. Não haveria, assim, qualquer incentivo para que os conselheiros agissem no interesse dos acionistas e não em seu próprio. Concordamos com o raciocínio, ressalvando que a caracterização da oposição a oferta hostil como uma transação final é discutível, tendo em vista que, rejeitada a oferta, os acionistas podem muito bem se vingar dos conselheiros, tirando-lhes seus empregos. Entretanto, é um risco que, além de ser mitigado pelo absentismo contumaz dos acionistas, os conselheiros racionalmente podem assumir, considerando

qualquer decisão dos conselheiros – inclusive de se opor ou não a uma oferta hostil – pode ser razoavelmente justificada como sincera preocupação com os legítimos interesses de algum *stakeholder*, ainda que a real intenção dos conselheiros seja proteger o próprio emprego.

Assim, a proposta de Bainbridge para a interpretação dos *statutes* quando da revisão das decisões estruturais parte da premissa de que qualquer decisão dos conselheiros será sempre contaminada pela dúvida: A rejeição a determinada oferta hostil demonstraria uma real preocupação com os empregos que seriam alegadamente perdidos em decorrência do sucesso da oferta ou os conselheiros estão preocupados com a perda do próprio emprego?<sup>197</sup>. Os conselheiros resistiriam à tentação de rejeitar uma oferta hostil, ainda que benéfica à sociedade, porém prejudicial a eles, justificando tal rejeição em uma preocupação genérica em relação a um *stakeholder* qualquer? Não devemos nos esquecer da famosa frase de Oscar Wilde, segundo a qual “*I can resist everything but temptation*”

Diante da constatação de que nas decisões chamadas de estruturais não há nenhum incentivo para que os administradores ajam no interesse dos acionistas – pelo contrário, existe evidente conflito de interesses entre esses grupos-, Bainbridge sugere que a interpretação dos *Statutes* seja diversa. Sua proposta consiste em adaptar os

---

que, no caso de aprovação da oferta hostil, a perda de seus cargos é uma virtual certeza. No caso de uma oposição bem sucedida, a perda é apenas uma possibilidade.

<sup>197</sup> Ob. Cit. p. 1012:

“*O conflito entre os interesses dos administradores e dos acionistas é especialmente problemático porque ele também fornece uma boa razão para ser cético em relação às alegações dos administradores de que estariam agindo de acordo com os interesses dos acionistas. Suponha, por exemplo, que o Conselho de Administração hipotético XYZ recebe uma oferta de uma takeover hostil. Os documentos apresentados pelo ofertante revela sua intenção de fechar uma fábrica da empresa alvo. O Conselho rejeita a oferta, citando os planos do ofertante para aquela fábrica. Uma preocupação honesta com os trabalhadores ameaçados pode ter motivado a decisão dos Diretores. Mas ela pode ter sido motivada também por uma preocupação em relação a seus próprios interesses. Na verdade, não é difícil imaginar o Conselho de uma companhia-alvo utilizando os interesses dos não acionistas como nada mais do que um instrumento de negociação para conseguir um preço de aquisição maior e/ou pagamentos paralelos do ofertante.*” Tradução livre do autor. Versão original:

“*The conflict between management and shareholder interests is especially troubling because it also provides a good reason to be skeptical of management claims to be acting in the stakeholders’ best interests. Suppose, for example, that the hypothetical XYZ board receives a hostile takeover bid. The bidder’s disclosure documents state its intention to close a target plant. The board rejects the bid, citing the bidder’s plans for the plant. An honest concern for the threatened workers may have motivated the directors’ decision. But so too may have a concern for their own positions and perquisites. Indeed, it is not at all hard to imagine a target board using nonshareholder interests as nothing more than a negotiating device to extract a higher acquisition price and/or side payments from the bidder.*”

critérios fixados pela Corte de *Delaware* nos casos *Unocal* e *Revlon*. Trataremos rapidamente desses precedentes.

No caso *Unocal Corp. X Mesa Petroleum Co*<sup>198</sup>, a Corte de *Delaware*, reconhecendo o efetivo conflito de interesses entre acionistas e conselheiros no caso de uma oferta hostil, estabeleceu dois critérios (*prongs*) para subsidiar a revisão judicial da oposição dos conselheiros a uma oferta com essas características. Para que a rejeição seja considerada lícita, os conselheiros devem demonstrar, a uma, que aquela oferta representaria um risco real à sociedade (“*show that they had reasonable grounds for believing that a danger to corporate policy and effectiveness existed*<sup>199</sup>”), e que essa possibilidade foi efetivamente avaliada pelos conselheiros, que devem comprovar ter agido de boa-fé (diferentemente das decisões operacionais, o ônus de comprovar que agiram de boa-fé seria dos conselheiros)<sup>200</sup>. O segundo critério diz respeito à proporcionalidade da objeção apresentada pelos conselheiros à oferta. No Direito americano, os instrumentos chamados de *shark repellents* permitem aos conselheiros adotar uma série de defesas diante de uma oferta hostil, que podem dificultá-la, torná-la mais cara ou mesmo inviabilizá-la. No caso *Unocal*, a Corte de *Delaware* decidiu que os mecanismos de defesa adotados devem ser proporcionais ao risco que os conselheiros acreditam estar envolvido com aquela oferta.

Outro ponto relevante no caso *Unocal* diz respeito à autorização para que os conselheiros levem em conta, no momento de decidir pela oposição a uma oferta hostil, os interesses dos *stakeholders*, apesar de, como bem ressaltado por Bainbridge, não serem fornecidos critérios para balizar esse *trade-off* entre os interesses dos acionistas e dos *stakeholders*<sup>201</sup>. Como visto, o grande risco é que, sem esses critérios, o *trade-off* “verdadeiro” seja entre o interesse econômico dos acionistas e o interesse individual dos conselheiros em manter seus empregos.

---

<sup>198</sup> 493 A.2d 946 (Del.1985).

<sup>199</sup> Extrato da decisão, citado por Bainbridge às fl. 980.

<sup>200</sup> Bainbridge, ob. cit. p. 980

<sup>201</sup> Bainbridge, ob. Cit. p. 981/982

No caso *Revlon Inc. X MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.*<sup>202</sup>, o Tribunal de *Delaware* forneceu a baliza que faltou no caso *Unocal*. O primeiro ponto fixado no caso *Revlon* diz respeito ao *trade-off* entre os interesses dos acionistas e dos *stakeholders*: o Tribunal decidiu que qualquer ato no sentido de beneficiar os *stakeholders* deve também beneficiar os acionistas, não podendo os conselheiros desconsiderar os interesses dos acionistas em benefício dos *stakeholders*. O segundo critério diz respeito a uma situação específica, que ocorre quando a defesa apresentada pelos conselheiros a uma oferta hostil consiste na requisição de uma segunda oferta, de outra companhia que os conselheiros consideram que poderia adquirir o controle em melhores condições-esse segundo ofertante é chamado de “cavaleiro branco” (*white knight*). Nesses casos, em que o Conselho considerou que a aquisição do controle por alguém é a melhor opção para a sociedade – obviamente dentre aquelas consideradas viáveis-, sua única preocupação passa a ser o valor que será pago aos acionistas. Nas palavras da Corte, os conselheiros passariam a ser “leiloeiros”, que devem vender o controle pelo maior valor possível, não podendo mais levar os interesses dos *stakeholders* em conta.<sup>203</sup>

Sobre os critérios fixados nos casos *Unocal* e *Revlon*, entendemos que, apesar de restringirem as hipóteses em que os conselheiros poderão licitamente se opor a uma oferta vantajosa aos acionistas, não eliminam a possibilidade de que eles, se escondendo atrás dos *stakeholders*, ajam exclusivamente em interesse próprio. A absoluta subjetividade dos interesses dos *stakeholders* e a virtual impossibilidade de mensuração desses interesses, torna, em nossa opinião, impossível evitar que os administradores ajam em interesse próprio, não apenas nos caso em que se trata de oposição pelos conselheiros a uma oferta hostil, mas em qualquer caso – apesar dos incentivos para que, nas decisões chamadas por Bainbridge de operacionais, os administradores ajam de forma a atender aos interesses dos acionistas. No máximo, os critérios fixados nos casos mencionados podem evitar a ocorrência de situações onde o prejuízo imputado aos acionistas é grosseiramente inaceitável. Entretanto, nos casos “normais”, os administradores sempre poderão justificar razoavelmente uma decisão que atente contra os interesses dos acionistas como sendo destinada a atender aos interesses de algum dos vários *stakeholders*.

---

<sup>202</sup> 506 A.2d 173 (Del.1986)

<sup>203</sup> Bainbridge, ob. cit. p. 982/984

Voltando aos critérios de interpretação dos *statutes* aplicáveis às decisões estruturais, como já dito, Bainbridge defende a adaptação dos critérios fixados nos casos *Unocal* e *Revlon*. Em relação aos critérios fixados no caso *Unocal*, o autor defende que, em primeiro lugar, os conselheiros, cuja decisão de se opor a uma oferta hostil esteja sendo objeto de revisão judicial com base nos *statutes*, devem comprovar que ela atenta contra os interesses de um ou mais *stakeholders*, demonstrando que uma análise razoável foi feita, e que agiram de boa-fé<sup>204</sup>. Em segundo lugar, as medidas adotadas pelos conselheiros ao se oporem a uma oferta hostil devem ser proporcionais à ameaça

---

<sup>204</sup> Às fl. 1017/1018, Bainbridge reconhece a dificuldade envolvida com a análise da real motivação dos conselheiros ao se oporem a uma oferta hostil, concluindo que, apesar da inexatidão, é a única forma disponível, e pode efetivamente evitar decisões viciadas por parte dos conselheiros. Como abordamos no capítulo anterior, em nossa opinião qualquer revisão das ações dos conselheiros e administradores no tocante ao atendimento ou não de um interesse de determinado *stakeholder*, sem ter a maximização do retorno dos acionistas como paradigma é virtualmente impossível:

*“Novamente, por analogia ao primeiro critério fixado no caso Unocal, o Tribunal deve exigir que os Conselheiros demonstrem que agiram de boa fé e após uma investigação razoável. O elemento da boa-fé demanda a demonstração de que os Conselheiros agiram em resposta a uma ameaça à empresa e não na defesa de seus empregos. Dessa forma, esse elemento necessariamente envolve um questionamento subjetivo sobre a motivação dos Conselheiros. Confessadamente, os tribunais são pouco preparados para realizar esses questionamentos. Exceto quando existe prova evidente e gritante, será difícil distinguir casos envolvendo Conselheiros agindo em interesse próprio de casos envolvendo Conselheiros genuinamente preocupados com os stakeholders. De qualquer forma, a manutenção de um componente subjetivo nessa análise pode ser justificada de várias maneiras. Em primeiro lugar, a revisão judicial é melhor de que nenhuma revisão. Muitas decisões envolvendo takeovers são sujeitas a revisão pelo mercado. Por exemplo, quando um Conselho aceita a fusão com um dentre vários ofertantes, a análise dos motivos é irrelevante. Desde que o Conselho razoavelmente tenha promovido um leilão entre os interessados, o mercado demonstrará a justeza da fusão. Entretanto, quando um Conselho rejeita uma takeover hostil com argumentos não monetários, o teste de mercado é inviável. Com efeito, os Conselheiros estão pedindo para serem escusados de um teste de mercado por causa do alegado impacto da takeover sobre os nonshareholder constituents. Nesse caso, um questionamento sobre os motivos se torna mais justificável. Na pior hipótese, ele revelará casos grosseiros em que há evidências claras – diretas ou circunstanciais – de que o Conselho agiu em interesse próprio. Em segundo lugar, e mais importante, o teste proposto aqui não é limitado a uma análise subjetiva dos motivos. Pelo contrário, o elemento da boa-fé tem por objetivo forçar os Conselheiros a articular uma justificativa para sua ação que não envolva conflito de interesses. Essa justificativa pode então ser testada, e comparada com os padrões objetivos do modelo, que tem por objetivo capturar os casos de desvio de conduta dos Conselheiros. Finalmente, como será descrito abaixo, a obrigação de apresentar uma justificativa desinteressada para a decisão pode desencorajar muitos Conselhos de agirem em interesse próprio.”* Tradução livre do autor. Versão original:

*“Again, by analogy to the first Unocal prong, a court should also require directors to show that they acted in good faith and after a reasonable investigation. The good faith element requires a showing that the directors acted in response to a perceived threat to the corporation and not for the purpose of entrenching themselves in office. As such, this element necessarily involves a subjective inquiry into the directors’ motives. Admittedly, courts are poorly suited to this sort of inquiry. Absent the proverbial smoking gun it will be difficult to distinguish cases involving self-interested director behavior from cases involving legitimate director concern for stakeholders. Nonetheless, retaining a subjective component to the analysis can be justified on several grounds. First, judicial review is better than no review. Many takeover decisions are subject to review by the market. For example, when a board agrees to merge with one of several potential bidders, motive analysis is unnecessary. As long as the board fairly conducted an auction amongst the competing bidders, the market will have demonstrated the merger’s fairness. However, when a board rejects a hostile takeover bid on nonmonetary grounds, by definition a market test is unavailable. In effect, the directors are asking to be exempted from a market test because of the takeover’s alleged impact on nonshareholder constituents. As such, a motive based inquiry becomes more*

aos interesses dos *stakeholders* apontada. Em relação a esse segundo ponto, os conselheiros devem demonstrar que as medidas adotadas em resposta a uma oferta hostil foram proporcionais à alegada ameaça aos *stakeholders*, lembrando que os conselheiros possuem um amplo espectro de ação nessas situações, que pode ter como resultado desde o aumento do valor a ser pago aos acionistas até a absoluta inviabilização da oferta.

Ao optar por qual medida tomar diante de uma oferta hostil, Bainbridge entende que, diferentemente do que se decidiu em *Revlon*, os conselheiros, de acordo com os *statutes*, não são obrigados a decidir sempre no interesse dos acionistas – como visto, os *statutes* foram editados exatamente para afastar a exigência de atendimento aos interesses dos acionistas. Porém, devem comprovar que o *trade-off* eventualmente realizado entre os interesses dos acionistas e dos *stakeholders* foi feito de maneira razoável, no sentido de que a eventual perda imposta aos acionistas serviu para evitar uma perda, ao menos de grandeza equivalente, a um grupo identificado de *stakeholders*. Para Bainbridge, nesses casos, em que se questiona a validade de uma decisão estrutural feita em prejuízo dos acionistas, a *Business Judgment Rule* não impossibilitaria a revisão da razoabilidade da decisão pelo Judiciário. Para o autor, a justificativa de tal regra (“*judges are not business experts*”) não faria sentido quando a situação envolvesse um conflito de interesses tão evidente entre os acionistas e os administradores.<sup>205</sup>

---

*justifiable. At the very least, it captures gross cases in which there is good evidence—either direct or circumstantial—that the board acted for its own interest. Second, and more importantly, the test proposed here is not limited to a subjective motive analysis. Instead, the good faith element is primarily intended to force the directors to articulate a nonself-interested rationale for their action. The directors’ stated rationale can then be tested against the model’s objective standards, which have the primary responsibility for capturing cases of director misconduct. Finally, as further described below, the obligation to construct a disinterested rationale for the decision may deter many boards from self-interested behavior in the first place.*

<sup>205</sup> Ob. cit. p. 1020/1021:

“É verdade, a Regra de Julgamento de Negócios afasta a revisão judicial da maioria das decisões do Conselho. Mas a justificativa tradicional da Regra – de que juízes não são experts em negócios- simplesmente não faz sentido no contexto estrutural, como reconhecido no caso *Unocal*. Juízes não são médicos, mas rotineiramente revisam decisões médicas. Juízes não são engenheiros, mas isso não impede o questionamento judicial envolvendo defeitos de projetos. Da mesma forma, os Tribunais podem, e irão, revisar de forma substancial decisões do Conselho em contextos como esse, em que o conflito de interesses é tão evidente.” Tradução livre do autor. Versão original:

“True, the business judgment rule precludes judicial review of most board decisions. But the rule’s traditional justification—that judges are not business experts—simply makes no sense in the structural context, as *Unocal* recognized. Judges are not doctors, but they routinely review medical decisions. Judges are not engineers, but this does not preclude design defect litigation. Just so, courts

Em suma, Bainbridge defende que, em relação às decisões operacionais, a interpretação a ser dada aos *statutes* seria irrelevante, tendo em vista, por um lado, a incidência da *Business Judgment Rule*, e por outro, a existência de efetivos incentivos para que os administradores ajam no interesse dos acionistas. Já em relação às decisões estruturais, defende a aplicação adaptada dos critérios definidos no caso *Unocal*, ou seja, ao rever uma decisão em que os conselheiros se opõem a uma oferta hostil, o Judiciário deveria exigir dos mesmos que comprovassem o real risco aos *stakeholders*, bem como a proporcionalidade das medidas adotadas em face daquele risco, levando em conta o benefício gerado aos *stakeholders* e a perda infligida aos acionistas.

Em relação ao tratamento dado às decisões operacionais, já apontamos nossa discordância em relação ao posicionamento de Bainbridge no que concerne à incidência irrestrita da *Business Judgment Rule*, que entendemos ser de aplicação impossível na ausência de um paradigma objetivo, que em nossa opinião deve ser a maximização do retorno dos acionistas. Afirmamos, ainda, que os supostos incentivos ao alinhamento entre os interesses dos acionistas, de um lado, e administradores, de outro, não são suficientes para que qualquer preocupação com a influência dos *statutes* (ou de maneira geral, de qualquer autorização legal para que os administradores ajam em atenção aos interesses de qualquer pessoa que não os acionistas) nessa classe de decisão seja descartada.

Já no que concerne às decisões estruturais, entendemos que a adoção dos critérios fixados no caso *Unocal* (não apenas para a análise da legalidade da oposição do Conselho de Administração a uma oferta hostil, mas para a revisão de qualquer decisão dos administradores) não são suficientes para evitar que os *statutes* sirvam para validar decisões de conselheiros que atuem em interesse próprio, sob a bandeira da defesa dos *stakeholders*. Isso porque os interesses dos *stakeholders* são muitas vezes fluidos e de quantificação impossível, o que inviabiliza, ao nosso ver, uma análise minimamente objetiva da razoabilidade do *trade-off* feito pelos conselheiros entre os interesses dos acionistas e dos *stakeholders*.

---

*can, and do, substantively review board decisions in contexts, like this one, in which the conflict of interest is so pronounced.”*



Por exemplo, imaginemos que a companhia A seja alvo de duas ofertas hostis, uma feita pela companhia B, que oferece R\$ 10,00 por cada ação e outra pela companhia C, que oferece R\$ 20, enquanto a cotação das ações é de R\$ 9,00. Obviamente, qualquer uma das ofertas é vantajosa para os acionistas. Entretanto, a oferta feita por C é extraordinariamente melhor. Ao se opor à oferta de C, e incentivar a oferta de B, com base no histórico de demissões – a companhia C teria um histórico de aquisições que envolvia demissões em massa nas companhias cujo controle adquiria, o que não ocorria com a companhia B- não podemos negar que a decisão dos conselheiros beneficia simultaneamente os acionistas e os *stakeholders*. Entretanto, não vemos como seria possível decidir acerca da razoabilidade do *trade-off* realizado.

O prejuízo imposto aos acionistas – de R\$ 10,00/ação- é razoável, diante do benefício gerado aos trabalhadores? É uma questão de resposta inviável, uma vez que é virtualmente impossível quantificar o valor do benefício gerado aos trabalhadores pela decisão de apoiar a oferta feita por uma sociedade sem histórico de demissões – o que não impede que, assumindo o controle, promova demissões em massa. Acreditamos que, diante de perguntas dessa natureza, a adoção dos critérios fixados no caso *Unocal* não evitaria que os administradores tivessem uma liberdade quase ilimitada no que concerne o *trade-off* entre os acionistas e *stakeholders* – inclusive para decidirem de acordo com os próprios interesses. Ademais, os *statutes*, como dito pelo próprio Bainbridge, foram adotados por diversos Estados exatamente para evitar a aplicação da jurisprudência de *Delaware* – fixada, primordialmente, nos casos *Unocal* e *Revlon*- não se mostrando razoável, em nossa opinião, a interpretação dessas leis com base nos critérios fixados naqueles julgamentos.

A longa análise acerca dos *statutes* e a forma como são aplicados no Direito americano demonstra as dificuldades - em nossa opinião intransponíveis - envolvidas com a autorização para que os administradores ajam em prol de interesses outros que não os dos acionistas. Não nos interessa analisar como esses *statutes* poderiam ser aplicados no Direito brasileiro, considerando as diferenças culturais e legais existentes entre os sistemas jurídicos. A lição que nos interessa extrair da análise dos *statutes* e das interpretações sugeridas aos mesmos é exclusivamente aquela relacionada às dificuldades - intransponíveis ao nosso ver - envolvidas com a autorização para que os

administradores, ao decidir, levem em conta outros interesses que não os dos acionistas. O conflito de interesses latente, e a permanente dúvida a respeito da real motivação de qualquer decisão justificada como tendo por objetivo atender aos interesses de um *stakeholder* qualquer pesa sobre as cabeças dos administradores como a espada Dâmocles.

Por outro lado, a quantidade indefinida de *stakeholders* e o extremo subjetivismo de seus interesses torna impossível uma revisão minimamente objetiva de seus atos. Sendo, por esses motivos, inviável verificar a procedência da motivação de determinado ato, impossível também realizar a análise da razoabilidade do *trade-off* entre os interesses dos acionistas e dos *stakeholders*. Considerando a presunção de legalidade dos atos dos administradores – que decorre do fato de que esses são válidos até que alguém os questione –, entendemos que a autorização em questão representa a instituição da ditadura dos administradores, convertidos na “*burguesia do capital alheio*”<sup>206</sup>, com ampla liberdade para dispor de recursos de terceiros como bem entenderem. E, como visto, não há dúvida de que, diante de tanta liberdade para gerir os vultosos recursos dos acionistas, sucumbirão à tentação de geri-los em seu próprio interesse. Somos, assim, da opinião de que a autorização para que os administradores ajam em detrimento dos acionistas a fim de atender a interesses de *stakeholders*, além de ser teoricamente indefensável – conclusão a que chegamos no capítulo anterior –, enfrenta dificuldades práticas intransponíveis, sem que se aceite a premissa, ao nosso ver indefensável, de que os administradores seriam livres para gerir a sociedade no interesse de quem bem entendesse, inclusive deles mesmos.

Vista a experiência americana, que em nada abalou – em verdade, reforçou – nossa convicção sobre a absoluta impertinência da autorização de que os administradores ao decidir levem em conta qualquer interesse que não o dos acionistas, finalizaremos a primeira parte de nosso trabalho com uma análise, em um recorte de Direito comparado, da experiência alemã, onde por meio do sistema da co-gestão, os trabalhadores influem de forma relevante na gestão da companhia.

---

<sup>206</sup> Expressão forjada pelo jornalista Reinaldo Azevedo, utilizada por ele em um contexto político absolutamente diverso do que nós a utilizamos. Pretendemos assinalar a inviabilidade de que gestores de recursos de terceiros tenham liberdade quase absoluta para disporem da riqueza alheia, em um sistema onde qualquer prestação de contas seja, na prática, inviável.

## **CAPÍTULO VII - O SISTEMA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA ALEMÃO – CO-GESTÃO**

Muito se tem discutido a respeito do instituto da Co-Gestão (também chamado por alguns de Co-Determinação), adotado pela Alemanha no período pós Segunda Guerra, e que faculta aos empregados intervenção direta na gestão das sociedades empresárias. Antes de iniciar o estudo do sistema alemão de Governança Corporativa, entendemos conveniente abordar alguns aspectos relacionados à inclusão dos trabalhadores na gestão das companhias.

Sebastião Machado Filho<sup>207</sup> defende que a integração dos trabalhadores na gestão das companhias teria por sustentação teórica o que chamou de “*era da gestão*”, caracterizada pela separação entre a propriedade e a administração das sociedades, que deixaram de ser geridas pelos detentores do capital nela investido. Em nossa opinião, essa separação representou a possibilidade dos detentores de grandes somas de capital investirem seus recursos em diferentes negócios, muitas vezes como meros fornecedores de capital a empreendimentos que seriam administrados por sócios “*de indústria*”, por gestores contratados ou por outros sócios<sup>208</sup>. Teve como pressupostos, por um lado, o desenvolvimento da Ciência da Administração, que criou a necessidade de gestores profissionais e, por outro, o desenvolvimento e a globalização dos mercados, que multiplicaram a concorrência e as possibilidades de investimento a partir

---

<sup>207</sup>MACHADO FILHO, Sebastião. A co-gestão na empresa no Direito do trabalho da Alemanha. Revista do Tribunal Regional do Trabalho da 8ª Região, nº. 27 (52), fs. 91/125, Janeiro a Junho de 1994

<sup>208</sup> A sociedade de capital e indústria, onde um ou mais sócios contribuiriam com o capital necessário para uma sociedade, e a os demais sócios contribuiriam com o trabalho era prevista no art. 317 e seguintes do Código Comercial, e foi excluída do ordenamento jurídico brasileiro com a entrada em vigor da Lei 10.406/2002, que revogou parcialmente aquele diploma. No Código Civil vigente, os sócios das sociedades simples podem colaborar para o capital social mediante a prestação de serviços, conforme se verifica nos arts. 997, V, 1006 e 1007. Já nas sociedades limitadas, é expressamente vedada a contribuição de sócio ao capital social representada pela prestação de serviços, conforme art. 1055, § 2º. Não obstante essa vedação, a faculdade de distribuição de lucros de forma desproporcional à participação no capital social cria a possibilidade de criação de uma sociedade de capital e indústria “de fato”, onde o sócio, com parcela mínima do capital social, detém direito de participação relevante nos lucros sociais, em remuneração ao trabalho exercido em prol do empreendimento.

do século XVI e elevaram de forma exponencial o capital necessário à exploração de negócios cada vez mais complexos, como visto no recorte histórico feito no capítulo IV.

Segundo Sebatião Machado Filho, a quebra do paradigma de que a sociedade deve ser administrada pelos detentores do capital criou condições para que, mais recentemente, fosse possível o desenvolvimento da Co-Gestão, por meio da qual os trabalhadores são inseridos nos órgãos gestores das sociedades.<sup>209</sup> Entretanto, o autor, à fl. 102/103 corretamente ressalta que a Co-gestão não representa violação à “cláusula pétreia” do capitalismo segundo a qual a propriedade privada é protegida, e sua livre exploração pelos seus detentores, garantida:

*“Embora implique na participação do trabalhador nos órgãos de “decisão” das empresas, de modo algum, a co-gestão visa a supressão do predomínio do capital, cuidando prioritariamente da política social das empresas e só secundariamente de alguns problemas de natureza econômica, mas mais restritos aos de natureza técnica e executiva do que propriamente de projetos fundamentais*

...

*Ao fim e ao cabo, a co-gestão desfila na passarela juslaboralista como a mais requintada forma de conjugação harmoniosa ou de colaboração entre o capital e o trabalho no seio da empresa, contribuindo de modo sofisticado para a perpetuação do modo de produção capitalista, E, quanto à sagrada propriedade privada, com inteira procedência afirmou CAMARGO PENTEADO NETO que a “participação de trabalhadores em órgãos da administração em regime de co-gestão não traz como consequência qualquer modificação no direito de propriedade, muito embora este*

---

<sup>209</sup> Apesar de concordamos que a quebra do paradigma de que a sociedade deva ser gerida exclusivamente pelos detentores do capital seja um pressuposto para o surgimento da Co-Gestão, é necessário ressaltar que a aceitação da Co-Gestão de forma irrestrita demandaria a quebra de outro paradigma, em nossa opinião, muito maior, qual seja, a de que a sociedade deve ser gerida no exclusivo interesse daqueles que nela aportaram o capital, quem sejam, os acionistas. Como veremos à frente, a concessão de efetivo poder de gestão aos empregados significa alocar a gestão do patrimônio de terceiros – os acionistas – nas mãos de pessoas que exercerão tal múnus em interesse exclusivamente próprio, que pode ou não coincidir com o dos detentores do capital. Os problemas decorrentes da gestão das sociedades em detrimento dos interesses dos acionistas já foi abordado nos capítulos anteriores. Apresentaremos, ao final do capítulo, sugestão que, em nosso ver, possibilitaria a adoção da Co-Gestão sem que tal paradigma fosse quebrado.

*possa ser indiretamente comprometido, dependendo do nível de interferência e dos princípios norteadores das normas reguladoras da co-gestão”, como garante a prática alemã, conforme veremos.”*

Verifica-se, assim, que a Co-gestão não deve ser entendida como uma forma de suprimir a premissa básica segundo a qual os detentores do capital devem decidir os rumos da sociedade, o que se mostraria incompatível com a ordem constitucional vigente na maioria ou mesmo totalidade dos países que a adotaram, por inconciliável com o próprio regime capitalista, que garante, reconhece e protege a propriedade privada e a livre iniciativa.

O Prof. Antônio Álvares da Silva, ao tratar da justificativa doutrinária para a adoção da co-gestão, ressalta um pretense viés “democratizador” da Co-Gestão, que tiraria a gestão das sociedades do comando “arbitrário” dos empregadores:

*“Seu maior mérito doutrinário e histórico consiste na tentativa de romper com a estrutura monocrática do estabelecimento e da empresa (monokratische Struktur des Betriebes) protegendo o empregado contra o poder de direção unilateralmente exercido pelo empregador, além de permitir-lhe a participação na organização e direção da empresa e do estabelecimento.*

*Este equilíbrio das relações produtivas, importando em sua democratização, atrai para o tema uma grande carga de interesse, pois será por este caminho que terão de passar todas as democracias do mundo ocidental. A democratização na empresa e no estabelecimento é a mais significativa mudança das estruturas sociais dos nossos dias.”<sup>210</sup>*

Continua o autor:

*“Não se trata, portanto, de pretender retirar da organização empresarial a estrutura hierárquica em que repousam seus fundamentos. Onde quer que se crie uma*

---

<sup>210</sup> DA SILVA, Antonio Álvares. Co-Gestão no estabelecimento e na empresa. São Paulo: LTR, 1991, 1ª edição, p. 33/34.

*empresa, haverá sempre alguns poucos que mandam e o resto, que obedece. “Wo immer Betriebe errichtet werden, gibt es einige die befehlen, und viele die gehorchen”. Também jamais se poderá fundar uma sociedade sem poder e hierarquia.*

*Esta hierarquia, entretanto, pode assumir formas mais humanas e funcionais no interior das empresas onde o sistema rígido de dominação vigente, unilateralmente determinado pelo empregador, dê lugar a uma organização cooperativa em que se saliente mais o trabalho comum do que o trabalho subordinado, em que a democratização da empresa significasse não só uma forma de distribuição de poder, mas também uma melhor forma de controle de sua atividade por todos os segmentos nela existentes.”<sup>211</sup>*

Da mesma forma que Sebastião Machado Filho, o prof. Antônio Álvares, pelo que se extrai das lições transcritas, não entende a Co-Gestão como um instituto incompatível com a o modelo capitalista, que se sustenta na propriedade privada e livre iniciativa. Ao contrário, considera natural a hierarquia existente nas sociedades, apesar de pregar a substituição da “*dominação vigente*” por uma “*organização cooperativa*” onde se saliente o “*trabalho comum*”. Entendemos que não há “dominação” entre a sociedade e seus empregados, mas apenas uma relação hierárquica indispensável para que se dê efetividade à garantia constitucional da propriedade privada, que passa, obviamente, pela garantia de que os proprietários terão ampla liberdade, obedecida a lei, de gerir seu patrimônio. A participação dos empregados em órgãos diretivos das companhias, como será detalhado a seguir, em nossa opinião só é positiva –e mesmo constitucional- se adotada em consonância com esse princípio constitucional, e direcionada ao aperfeiçoamento do fim último da sociedade, que é a maximização do lucro.

Ao tratar da inclusão dos trabalhadores na gestão das companhias, Messias Pereira Donato<sup>212</sup> define a “participação” como gênero, que acomodaria várias formas de inserção e envolvimento dos empregados na gestão das sociedades. As principais

---

<sup>211</sup> Ob. Cit. p. 44

<sup>212</sup> DONATO, Messias Pereira. Co-Gestão. Revista de Direito do Trabalho, nº. 32, julho a agosto de 1981, fl. 35/45.

formas citadas pelo autor seriam a participação paralela, integrante e estrutural ou orgânica.

A participação paralela consistiria na influência dos empregados nos rumos da companhia por meio de negociação coletiva entre empregados e empregadores, com proeminência dos sindicatos na representação dos trabalhadores. É hipótese corriqueira no Brasil e em diversos outros países, onde as entidades sindicais, por meio dos instrumentos legais de negociação coletiva, buscam a defesa dos interesses dos empregados, tentando, de forma legítima, influir sobre os rumos da sociedade. Entretanto, essa forma de participação é limitada, posto que não garante aos representantes dos empregados nenhum poder efetivo de influência nos rumos da sociedade, sendo, na maioria das vezes, efetiva somente no que concerne à obtenção de vantagens estritamente trabalhistas, como verbas adicionais ou outras vantagens pecuniárias. Como iremos ver, as demais hipóteses de participação permitem um espectro muito maior no que diz respeito às possibilidades de influência dos empregados, não se limitando a vantagens pecuniárias, mas podendo inclusive alcançar a influência sobre relevantes aspectos da gestão da sociedade.

A participação integrante, adotada, segundo o autor em questão, na Holanda, corresponde a um nível superior no que concerne à concessão de poder aos empregados e seus representantes. Por esse modelo, a participação dos empregados na gestão não se limitaria à negociação coletiva a cargo dos sindicatos, mas se daria também por meio de órgãos representativos dos empregados formados dentro das companhias. Esses órgãos teriam a prerrogativa de negociar diretamente com os órgãos de gestão da companhia (principalmente a Diretoria e o Conselho de Administração) questões atinentes às políticas administrativas que influenciem diretamente os direitos dos trabalhadores e, em alguns casos, seria necessária sua anuência para que tais políticas se implementassem. Essa forma de participação, inegavelmente, se mostra mais abrangente do que a paralela. Porém, as matérias que demandam a anuência dos órgãos representativos dos empregados se limitam, obviamente, às trabalhistas<sup>213</sup>, não havendo

---

<sup>213</sup> O autor menciona, por exemplo, a alteração da jornada de trabalho, medidas na área de segurança de trabalho e elaboração de quadro de férias, por exemplo.

previsão de influência dos órgãos de representação dos trabalhadores em questões estratégicas e de maior relevância para a sociedade.

Finalmente, o autor define a participação estrutural ou orgânica, que veio a ser conhecida como Co-Gestão, como aquela feita por meio da inserção de representantes dos trabalhadores nos órgãos decisórios das sociedades. Não há dúvidas de que se trata da forma mais abrangente de integração dos representantes dos trabalhadores na gestão da companhia, uma vez que estes passam a deliberar em todas as questões relevantes para os negócios sociais, e não só aqueles relacionados diretamente aos seus interesses. Como veremos, a participação estrutural foi adotada pela legislação alemã, por meio das leis de Co-Gestão.

Messias Pereira Donato, entretanto, menciona a espantosa oposição de alguns movimentos sindicais à Co-Gestão, não obstante esta ser a forma mais abrangente de integração dos trabalhadores à gestão da sociedade. Segundo o autor, o movimento sindical americano se oporia à Co-Gestão em razão da necessidade de manutenção da distinção entre as funções dos administradores e dos trabalhadores. Entende-se que, por essa tese, cada um desses atores deveria defender seus próprios interesses: os administradores atuariam no interesse exclusivo da companhia e dos acionistas e o movimento sindical se encarregaria de defender os interesses dos trabalhadores por meio da participação paralela, ou seja, por meio de negociação coletiva, e não por meio de atuação junto aos órgãos de gestão. Segundo um representante da *American Federation of Labor and Congress of Union Organizations AFL-CIO*, entidade americana que congrega diversos sindicatos, citado por Johannes Schregle, in *La codécision em République fédérale d'Allemagne*, p. 109, por sua vez citado por Messias Pereira Donato no artigo citado, às fl. 36: “*Não procuramos ser parceiros da direção, o que importaria em ser o segundo parceiro em caso de êxito e o primeiro parceiro, em caso de fracasso. Não queremos em nenhuma hipótese dissimular a distinção nas funções respectivas da direção e do sindicato na empresa. E nós discutimos provavelmente tantas ou até maior número de questões do que aquelas sobre as quais poderíamos ter influência se participássemos de um conselho de administração*”.



Já os movimentos sindicais franceses e italianos, ainda de acordo com o Messias Pereira Donato, apresentam oposição à Co-Gestão com base em argumentos, em nosso entender, quase infantis: ao aceitarem participar dos órgãos de gestão das companhias estariam passando a integrar um sistema com o qual não concordam. No caso, o sistema capitalista.

Em nossa opinião, a opção sindical pela participação paralela, baseada no conflito e na alienação dos trabalhadores da gestão da sociedade é fruto de uma posição claramente autopreservacionista: o movimento sindical certamente perde força quando os empregados passam a atuar diretamente na gestão das companhias onde trabalham, obtendo informações da alta administração, e sendo representados por colegas de trabalho. Acreditamos, assim, que essa oposição se dê no interesse exclusivo dos próprios sindicatos.<sup>214</sup>

É interessante mencionar ainda que as hipóteses de participação (paralela, integrante e estrutural ou orgânica) são formas de intervenção anômala dos empregados na gestão das companhias. Anômala porque, como já visto em capítulos anteriores, a regra é que o poder de controle seja exercido pelos detentores do capital, ou seja, aqueles que investiram nas companhias devem ser, direta ou indiretamente (por meio de pessoas por eles indicadas), os responsáveis pelas decisões administrativas, posto que arcarão com as consequências de tais decisões. Assim, a concessão de poder de interferência na gestão aos empregados, que nada investiram na sociedade, pode ser considerada como uma situação excepcional.

Entretanto, é possível conceber uma interferência “regular” ou “tradicional” dos empregados na gestão das companhias, que se dá quando esses passam a deter

---

<sup>214</sup> Gorton e Schimd, em trabalho que será analisado pormenorizadamente no presente capítulo, com base em diversos outros autores, (fl. 8) afirmam que a sindicalização inegavelmente leva ao aumento dos ganhos dos trabalhadores e à redução dos lucros dos acionistas (o que afasta, em nosso ver, a tese de que o aumento dos ganhos dos trabalhadores estaria sempre associado ao aumento de produtividade. Se fosse esse o caso, o aumento dos ganhos dos trabalhadores levaria ao aumento da produtividade, e, em consequência, dos ganhos dos acionistas). Entretanto, diferentemente da Co-Gestão, a proteção dos interesses dos trabalhadores por meio de sindicato é evidentemente menos abrangente, por não envolver a concessão aos mesmos de poderes de gestão sobre a companhia. Em consequência, não há mudança no fim social da companhia, que continua direcionada ao lucro, o que pode ocorrer em casos extremos com a Co-Gestão, como veremos à frente.

participações acionárias relevantes, e, tornando-se acionistas, passam a deter poder de interferência na gestão em razão da sua condição de acionistas, e não em razão de sua condição de trabalhadores. Sobre esse ponto, Messias Pereira Donato, no artigo já citado, menciona experiências internacionais nesse sentido, como um projeto Sueco de criação de um fundo, sob o controle dos sindicatos, para os quais as companhias contribuiriam com ações de valor correspondente a 20% de seu lucro. São citados ainda dois projetos de Lei, um na Argentina e um no Peru, ambos com o mesmo enfoque que o Sueco: a destinação de parcela dos lucros da sociedade para um fundo que adquiriria ações das companhias que seriam comunitariamente detidas pelos empregados.

Trata-se de experiência evidentemente contestável, posto que configura, em nosso entendimento, inconstitucional desapossamento dos acionistas, que seriam privados de parcela dos frutos de seu patrimônio (os lucros, decorrentes dos valores que investiram na companhia) em benefício dos trabalhadores, que nada investiram na companhia, não assumem o risco do negócio, e já são remunerados por seu trabalho por meio de pagamento direto (salários e, na maioria das companhias, parcelas variáveis, como a participação nos resultados).

Não obstante tal ressalva, experiência semelhante vem ocorrendo no Brasil, por meio da crescente detenção de participação acionária pelos chamados fundos de pensão estatais, alimentados, por um lado, por contribuições voluntárias dos empregados de empresas públicas e Sociedades de Economia Mista e, por outro, contribuições das próprias sociedades<sup>215</sup>. Tais fundos hoje detêm parcela relevante do capital social das maiores companhias brasileiras, e representam, ainda que indiretamente, forma de participação dos trabalhadores no capital social das companhias. Entretanto, devemos ressaltar com veemência que os empregados, quando detentores direta ou indiretamente de participação societária relevante ou não, devem, nas deliberações sociais, votar no

---

<sup>215</sup> Os fundos de pensão são entidades de previdência complementar fechadas, aos quais contribuem tanto os empregados quanto os empregadores, chamados de patrocinadores. Nos fundos de pensão de Sociedades de Economia Mista e empresas públicas, geralmente a contribuição dos patrocinadores é um percentual (que pode chegar em alguns casos a 200%) da contribuição dos empregados. A contribuição das patrocinadoras aos fundos de pensão inegavelmente representam um desvio dos lucros da sociedade dos acionistas para os empregados, o que se mostra justificável como forma de composição do pacote de remuneração dos últimos, mas tem sido utilizada de forma exagerada e, logo, prejudicial aos acionistas em alguns fundos de pensão patrocinados por Sociedades de Economia Mista ou empresas públicas.

interesse exclusivo da sociedade e não em interesse próprio, nos termos exatos do art. 115 da Lei das Sociedades Anônimas<sup>216</sup>, sob pena de responsabilização, posto que exercem seu direito de voto em razão da sua qualidade de acionista e não de empregado. Tal exigência (de voto no interesse da sociedade) não existe quando os empregados exercem seu direito de voto de forma anômala, mais especificamente, na participação estrutural ou orgânica, quando é concedido direito de voto aos representantes dos empregados nos órgãos sociais sem que esses detenham participação societária correspondente.

Visto isso, passaremos a analisar a experiência de Co-Gestão alemã.

Não obstante a existência das experiências citadas em diversos países<sup>217</sup>, não há dúvida alguma de que o modelo de Co-Gestão mais desenvolvido, consolidado e, por isso, estudado, é o alemão. Segundo Sebastião Machado Filho<sup>218</sup>, a Co-Gestão alemã seria uma herança do período pós-segunda guerra, onde por meio do Plano Marshall, foi instituído o *European Recovery Program*. Segundo o autor, as indústrias de carvão e aço, localizadas na região do Ruhr, que apoiaram o nazismo e lucraram com o esforço de guerra, foram sujeitas à Co-Gestão como uma forma de retaliação por parte das forças de ocupação. Como veremos, a primeira lei de Co-Gestão alemã (*Montanmitbestimmungsgesetz*), aplicável aos setores mencionados – carvão e aço- data de 1951.

O sistema de Governança Corporativa alemão se insere no conjunto de modelos de Governança conhecido como de atendimento aos *stakeholders*, já estudado nos capítulos anteriores. O sistema alemão, especificamente, é estruturado de forma a, ao

---

<sup>216</sup>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.

<sup>217</sup> Para mais informações históricas a respeito da Co-Gestão, bem como experiências internacionais, ver Sérgio Pinto Martins, Co-Gestão, in Revista do Tribunal Regional do Trabalho da 8ª Região, ano 1, nº. 1, Jan/Jun 1968.

<sup>218</sup> Ob. Cit., p. 106

menos em tese, dar aos empregados poder sobre a gestão da companhia, de modo a direcionar seus negócios não só no sentido de atender aos interesses dos sócios, mas também dos empregados.

De acordo com David Charny<sup>219</sup>, a estrutura interna de Governança das companhias alemãs consiste na co-existência de dois Conselhos (*dual board system*), chamados pelo autor de “conselho de gestão” (*managerial board*) e “Conselho Supervisor” (*supervisory board*), em uma tradução livre.

Ainda de acordo com o mencionado autor, o conselho de gestão tem por função a tomada de decisões administrativas relativas ao dia-a-dia da sociedade, enquanto o Conselho Supervisor, como o próprio nome diz, exerce controle e fiscalização sobre as decisões do Conselho Gestor, além de nomear seus membros e determinar as diretrizes amplas de sua atuação. É impossível não traçar um paralelo entre essa estrutura societária germânica e a estrutura anglo-saxã das companhias, também formada por dois colegiados, quais sejam, a Diretoria e o Conselho de Administração (além, obviamente, da Assembleia Geral, órgão máximo presente em ambos os casos). Nessa comparação, que ao nosso ver é viável, o “Conselho de Gestão” teria função semelhante à da Diretoria, e o Conselho Supervisor ao do Conselho de Administração.<sup>220221</sup>

---

<sup>219</sup> Charny, David, The German Corporate Governance System. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=125188> or DOI: 10.2139/ssrn.125188. Acessado em 17 de agosto de 2009.

<sup>220</sup> Esse paralelo é também feito por outros autores, como por exemplo, Larry Fauver e, Michael E. Fuerst, na fl. 2 do artigo “Does Good Corporate Governance Include Employee Representation? Evidence from German Corporate Boards” (Fauver, Larry and Fuerst, Michael E., Does Good Corporate Governance Include Employee Representation? Evidence from German Corporate Boards (Maio de 2004). EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 1171. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=534422> or DOI: 10.2139/ssrn.534422. Acessado em 28 de setembro de 2009). Nesse artigo, mencionam que, além das já citadas, é também função do Conselho Supervisor a fixação dos salários dos membros do conselho de gestão, o planejamento de longo prazo da companhia e a determinação das metas a serem alcançadas pelos administradores.

Já Gorton e Schmid (Gorton, Gary B. and Schmid, Frank A., Class Struggle Inside the Firm: A Study of German Codetermination (Outubro de 2000). NBER Working Paper No. W7945. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=245742>, Acessado em 28 de setembro de 2009), às fl. 3, ao detalhar as funções de cada um dos Conselhos, deixam bem claro que o Conselho Supervisor seria o órgão correspondente ao Conselho de Administração, enquanto o Conselho o *management* (ou *managerial board*) seria o órgão correspondente à Diretoria, mencionando, inclusive, que o seu presidente seria o CEO (chief executive officer) da companhia, ou seja, o seu diretor-presidente e principal executivo.

<sup>221</sup> Gorton e Schmid, no artigo já citado, esclarecem que, não obstante a participação dos empregados no Conselho Supervisor seja garantida pela legislação alemã, não é garantida aos mesmos os chamados

A pedra de toque a diferenciar os modelos germânico e anglo-saxão é a composição do Conselho Supervisor no primeiro e do Conselho de Administração no último<sup>222</sup>. Charny explica que o Conselho Supervisor é formado majoritariamente por representantes dos sócios, mas também por representantes dos empregados e dos grandes credores da sociedade. Por outro lado, o Conselho de Administração no modelo de Governança Corporativa anglo-saxão, via de regra, é formado exclusivamente por representantes dos acionistas, eleitos pela Assembleia Geral<sup>223</sup>. As exceções, isso é, a participação de terceiros no Conselho de Administração que não representem diretamente os detentores das ações depende sempre da vontade dos acionistas, não sendo da tradição do modelo anglo-saxão a obrigatoriedade dos conselheiros representantes de interesses alheios aos dos acionistas.<sup>224225</sup>

---

“*cash flow rights*”, ou seja, o direito de participação nos lucros gerados pela sociedade. No Brasil, a participação dos empregados nos lucros é prevista na Constituição Federal, art. 7º, XI, e regulada pela Lei 10.101/2000, e, não sendo obrigatória, depende de negociação, na maior parte das vezes coletiva, entre a companhia e os empregados.

<sup>222</sup> O principal e mais relevante aspecto da Co-Gestão alemã reside na concessão de assentos do Conselho Supervisor aos representantes dos empregados. É o que torna o sistema alemão único, sendo, assim, o foco de nosso estudo. Existem outros aspectos da Co-Gestão alemã que não serão analisados profundamente por terem pouca expressão e não representarem qualquer novidade em relação a outros institutos presentes em outros países. Dentre eles, podemos mencionar as comissões de trabalhadores, as comissões de empresas e a comissão geral de trabalhadores, todos órgãos deliberativos ou representativos, que congregam representantes dos empregados e possuem funções distintas, porém sem qualquer poder de intervenção direta na gestão da companhia. Na definição de Messias Pereira Donato, seriam classificadas como espécies de participação integrante. Para detalhamento a respeito da competência de cada um desses órgãos, ver o artigo de Sebastião Machado Filho já citado.

<sup>223</sup> No Brasil, a Lei de Sociedades Anônimas em seu art. 146 exige que os conselheiros sejam também sócios, exceção feita aos representantes dos empregados, cuja participação no Conselho de Administração depende de previsão no estatuto social, nos termos do art. 140, parágrafo único da mesma lei. Entendemos que, por meio de uma interpretação teleológica dos dois dispositivos legais, a exigência do art. 146 não se aplica aos representantes dos empregados, sob pena de se subverter o objeto primordial da chamada Co-Gestão, que é equilibrar os interesses entre os empregados e os sócios. No momento em que o representante dos empregados é também sócio, sua independência se esvai, e este não mais representará autonomamente os interesses dos empregados. Ademais, se os empregados membros do Conselho devessem ser também acionistas, a exceção contida no art. 140 da Lei de Sociedades Anônimas seria completamente desnecessária e inútil, uma vez que o direito de participação no Conselho decorreria da sua condição de sócio, com base no art. 146.

<sup>224</sup> Não obstante esse fato, verifica-se tendência atual de nomeação de conselheiros chamados de independentes ou externos, que têm por função a fiscalização das atividades da sociedade e a proteção, basicamente, dos interesses dos não controladores. Trata-se de fato que, ao nosso ver, em nada altera a tendência de controle exclusivo dos Conselhos de Administração pelos acionistas no modelo anglo-saxão. Isso porque os conselheiros independentes não defendem interesse de terceiros (empregados, consumidores, sociedade, etc), mas sim dos próprios acionistas (ainda que minoritários), exercendo salutar fiscalização da atividade do próprio Conselho e da administração – principalmente em companhias que possuem um controlador definido, como é a regra em mercados acionários pouco desenvolvido, como

Gorton e Schimid mencionam que o Conselho Supervisor seria obrigatório para todas as *sociedades por ações*, e facultativo para as *sociedades privadas* com menos de 500 empregados<sup>226</sup>. Assim, o Conselho Supervisor só é obrigatório para aquelas sociedades que também estão sujeitas às normas de Co-Gestão (como veremos, elas são obrigatórias para todas as sociedades privadas com mais de 500 empregados e para todas as sociedades por ações, independentemente do número de empregados).<sup>227</sup>

---

é o caso do brasileiro-, mas sem defender, ativamente ou não, o interesse de qualquer *stakeholder*. Por outro lado, em alguns casos, os conselheiros chamados independentes ou externos possuem função meramente figurativa, sendo convidados a integrar o Conselho de Administração em razão de reconhecidas qualidades e méritos pessoais que valorizam a imagem da companhia, mas agregam muito pouco ou mesmo nada no funcionamento da sociedade. Também nesse caso, a presença desses conselheiros em nada altera a constatação de que, no modelo anglo-saxão, o Conselho de Administração representa, básica e exclusivamente, o interesse dos acionistas.

Deve-se frisar, entretanto, que em razão de expressa disposição legal (art. 146 da Lei de Sociedades Anônimas), como visto anteriormente, também os conselheiros chamados independentes devem deter alguma participação acionária, sendo comum que aos mesmos seja concedida participação ínfima ou mesmo simbólica a fim de cumprirem o requisito legal.

No regulamento do Novo Mercado, segmento de listagem especial da Bolsa de Valores de São Paulo, já mencionado em capítulos anteriores, para ser definido como Conselheiro Independente, este deve (i) não ter qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital; (ii) não ser Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos 3 anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição); (iii) não ter sido, nos últimos 3 anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Companhia; (iv) não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia; (vi) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; (vii) não receber outra remuneração da Companhia além da de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição).

Para a listagem no Novo Mercado, exige-se das companhias um mínimo de 20% de Conselheiros Independentes no Conselho de Administração.

<sup>225</sup> Considerando que na Co-Gestão há previsão de concessão de assentos aos empregados no Conselho Supervisor (correspondente ao Conselho de Administração), sempre que fizermos menção ao “Conselho” estaremos nos referindo a esse órgão. No caso de menção ao Conselho de Gestão, será feita ressalva específica.

<sup>226</sup> Os autores, às fl. 3, distinguem as chamadas sociedades privadas (*private corporations* – *Gesellschaften mit beschränkter Haftung* - GmbHs) das sociedades por ações (*Aktiengesellschaften* - AGs). Os mesmos autores, às fl. 9/10, explicam que as chamadas sociedades privadas (GmvHs) são sociedades de responsabilidade limitada que não têm seus papéis negociados no mercado, enquanto as sociedades por ações (AGs) são sociedades de responsabilidade limitada que se distinguem das GmvHs por terem seus papéis negociados no mercado, e acessíveis ao público. Entendemos ser possível traçar um paralelo, de um lado, entre as GmvHs e as sociedades limitadas e sociedades por ações fechadas, e do outro, entre as AGs e as sociedades anônimas abertas do Direito brasileiro.

<sup>227</sup> No Brasil, admitindo-se o paralelo entre as GmvHs e as sociedades limitadas e anônimas fechadas e entre as AGs e as sociedades anônimas abertas, a regra a respeito da necessidade do Conselho de Administração é bem semelhante. Ele é facultativo para as sociedades limitadas e para as anônimas fechadas, e obrigatório para as anônimas abertas, bem como para as Sociedades de Economia Mista e com capital autorizado.

Fauver e Fuerst<sup>228</sup> em seu trabalho já citado, mencionam que em, 1951, foi editado o *Montanmitbestimmungsgesetz*, que exigia que os trabalhadores nos setores de carvão e siderurgia tivessem participação de 50% dos assentos no Conselho de suas empresas, enquanto os outros 50% deveriam ser detidos pelos acionistas. Em 1976, o *Mitbestimmungsgesetz* estendeu essa obrigação a todas as companhias com mais de 2000 empregados. O *Betriebsverfassungsgesetz*, de 1952, por sua vez, exigia que as companhias com número de empregados entre 500 e 2000 concedessem 1/3 dos assentos de seu Conselho Supervisor aos empregados. Segundo os autores, a participação dos empregados no Conselho Supervisor não se aplica a organizações de qualquer tamanho que tenham controle familiar ou atuem nas áreas de comunicação, religiosas, sindicais ou políticas. Esclarecem ainda que são levados em conta na análise da aplicabilidade das normas de Co-Gestão somente os empregados contratados na Alemanha.

Gorton e Schimd, da mesma forma, mencionam que todas as *sociedades privadas* (GmbHs) alemãs com mais de 500 empregados, bem como todas as *sociedades por ações* (AGs) devem seguir as leis que garantem aos empregados a Co-Gestão das companhias por meio da participação no Conselho Supervisor. Dizem ainda que existem dois regimes de Co-Gestão na Alemanha, o paritário e o não paritário. No primeiro (aplicável às sociedades que se enquadram nos critérios delineados pelo *Montanmitbestimmungsgesetz* e pelo *Mitbestimmungsgesetz*), os empregados teriam 50% dos assentos do Conselho Supervisor, enquanto no segundo (aplicável às sociedades que se enquadram nos critérios delineados pelo *Betriebsverfassungsgesetz*) teriam 1/3. Explicam, finalmente, que a aplicação de um ou de outro dependeria do tamanho da companhia (o critério definidor da aplicação de um ou outro regime é o número de empregados).<sup>229</sup>

---

<sup>228</sup> Ob. cit., p. 4

<sup>229</sup> Os autores mencionam dado curioso, que é a incomum importância que empreendimentos em que os sócios possuem responsabilidade ilimitada assumiram na Alemanha, que seria decorrente exatamente da ausência de incidência das leis de Co-Gestão a essas sociedades de responsabilidade ilimitada e empreendedores individuais (correspondentes, em nosso ver, aos empresários individuais do Direito brasileiro). Para não se sujeitarem a normas de Co-Gestão, os empreendedores e investidores estariam aceitando assumir risco maior em seus empreendimentos, certamente se valendo de outros meios disponíveis para mitigar tal risco.

Sobre o tamanho do Conselho Supervisor, de acordo com o *Mitbestimmungsgesetz*, este depende do número de empregados da sociedade, variando de 12 membros (sociedades com até 10.000 empregados) a 20 (sociedades com mais de 20.000 empregados).<sup>230</sup>

No tocante ao perfil dos representantes dos empregados no Conselho Supervisor das sociedades anônimas abertas (AGs) sujeitas ao regime da Co-Gestão equitativa, segundo Gorton e Schimd, 29% seriam representantes sindicais não-empregados da companhia, enquanto 13,7% seriam empregados ligados à alta administração (*White-collar employees*, em referência ao fato de que trabalham geralmente de terno e com camisas com colarinho branco, em contraposição aos *blue-collar* e *red-necks*<sup>231</sup>).

O poder dos empregados no regime de co-participação paritária seria mitigado, ainda de acordo com Gorton e Schimd, pela faculdade garantida aos acionistas de escolher o presidente do Conselho Supervisor, que teria, em determinadas situações, um voto extra<sup>232</sup> nas deliberações do Conselho, além da exigência de que ao menos um dos representantes dos empregados fosse escolhido dentre o chamado *leitende Angestellte*, conjunto de funcionários com idade, posição hierárquica elevada e, presumidamente, mais alinhados com os interesses dos acionistas (*seniors managers or seniors executives*). Entretanto, essas medidas não são, para os autores, suficientes para tornar a Co-Gestão paritária equivalente à não paritária no que concerne aos poderes detidos pelos empregados. Na primeira, os empregados ainda possuem mais força e influência sobre a administração do que na segunda.

---

<sup>230</sup> Ob. Cit. fl. 51.

<sup>231</sup> Nos Estados Unidos, a expressão *redneck* é comumente usada para identificar trabalhadores rurais caucasianos que, em razão da natureza do seu ofício, tendem a, no final do dia de trabalho, ficarem com seus pescoços vermelhos, em decorrência das atividades braçais ao ar livre. Já a expressão *blue-collars* identifica trabalhadores de nível de escolaridade médio, que realizam serviços manuais em áreas urbanas, geralmente na construção civil e indústrias, e cujos uniformes geralmente são da cor azul.

<sup>232</sup> Os autores explicam, às fl. 19, que esse direito ao voto extra só pode ser exercido quando a mesma questão for colocada em votação por duas vezes, e o resultado da votação for um empate em ambas.



Voltando à análise do perfil dos integrantes do Conselho Supervisor, do total de assentos, excluídos os detidos por representantes dos empregados, nas sociedades sujeitas à Co-Gestão paritária, 18,5% em média são representantes de outras sociedades sem qualquer participação acionária (geralmente parceiros e fornecedores) e 13,5% em média são consultores, como advogados e auditores. Finalmente, bancos sem qualquer participação acionária detêm, em média, 11,3% dos assentos no Conselho Supervisor<sup>233</sup> destinados à representação dos acionistas. A participação de fornecedores, credores e

---

<sup>233</sup> Outro aspecto muito particular da organização societária alemã diz respeito à presença de instituições financeiras no Conselho Supervisor, fenômeno pouco comum em outros países, uma vez que essa presença não decorre da realização de um investimento por parte das instituições financeiras, mas simplesmente de sua posição de credor da sociedade. Em outras palavras, segundo Charny, na ob. cit., é comum que o financiamento das sociedades alemãs por instituições financeiras envolva a participação dessas últimas na gestão da companhia devedora. A presença do banco credor na gestão da companhia devedora possui uma série de consequências que merecem ser mencionadas.

Por um lado, é inegável que a proximidade entre credor e devedor é um fator a facilitar o acesso da companhia a linhas de crédito, de forma mais fácil e com custo de captação menor, tendo em vista a possibilidade de acesso, pelo banco, a informações muitas vezes omitidas ou “maquiadas” pelas sociedades que pretendem obter uma linha de financiamento. Sendo membro de um órgão de gestão da companhia, a instituição financeira tem melhores condições - em razão do maior acesso a informações sigilosas da sociedade - de calcular o risco envolvido em um empréstimo, e assim, fixar taxas de juros condizentes com a real situação da sociedade e o real risco envolvido naquela operação, tornando desnecessária ou reduzindo a necessidade de fixação de taxas de juros mais altas como forma de se prevenir contra a possibilidade de apresentação de informações falsas ou incompletas pela sociedade que pleiteia um empréstimo.

Entretanto, a presença de credores no órgão equivalente ao Conselho de Administração levanta a mesma questão que assombra aqueles que estudam a inclusão de representantes de trabalhadores nos órgãos de administração: é interessante para a sociedade e para os sócios – que investiram capital próprio no empreendimento e não têm direito de crédito contra a companhia ou qualquer garantia de retorno de seu investimento – a presença, em órgãos da administração, de pessoas que possuem interesse em que a companhia alcance fins diversos do que o seu fim social, que é o lucro?

Por outro lado, haveria ainda um pretenso efeito positivo para os demais acionistas, decorrente do exercício, pelos bancos, de efetiva supervisão dos administradores, ao integrarem o Conselho Supervisor de uma companhia. Entretanto, os autores que tratam do assunto (p. ex. Ljungqvist, Jenkinson e Charny) verificam que, na prática, a supervisão exercida pelos bancos é superestimada, não sendo exercida com afinco e seriedade suficientes para gerar efeitos positivos para os acionistas e para a própria sociedade.

Ora, é evidente que os bancos credores – não estamos nos referindo às instituições financeiras que possuem assento em órgãos de administração em razão exclusivamente da detenção de participação societária, situação em que as mesmas se igualam a qualquer outro sócio, mas sim aquelas que, em razão de seu crédito, passam a ocupar esses assentos-, ao atuarem nos órgãos de administração, direcionarão essa atuação exclusivamente para o fim que os atenderá, qual seja, o pagamento de seu crédito. É evidente que o aumento do lucro da sociedade acarretará melhores condições à mesma para efetuar pagamento de suas obrigações financeiras. Entretanto, podemos facilmente vislumbrar situação em que os interesses dos sócios e dos credores podem se distanciar. Por exemplo, a realização pela companhia de um alto investimento, envolvendo riscos razoáveis, certamente não será do interesse de um credor de curto prazo, posto que o dispêndio relacionado diminuirá, sem sombra de dúvida, a capacidade de pagamento da sociedade. Nesse caso, se o credor integrar um órgão de administração da companhia, certamente irá se opor ao investimento, não obstante o mesmo seja do interesse da sociedade e represente a opção que melhor remunerará o investimentos dos acionistas.

Para estudo aprofundado a respeito do papel dos bancos nas tomadas de controle hostis de companhias alemãs, muitas vezes colaborando com os adquirentes de companhias cujos órgãos de administração integram, ver “Ljungqvist, Alexander and Jenkinson, Tim, Hostile Stakes and the Role of Banks in

parceiros nos altos órgãos de gestão das companhias, detendo assentos que, *a priori*, caberiam a representantes dos acionistas, é característica peculiar do sistema alemão de Governança Corporativa, e tem importantes reflexos no sistema de Co-Gestão, que passaremos a abordar.

---

German Corporate Governance(July 29, 1997). Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=33678>, acessado em 17 de agosto de 2009

A presença de representantes dos empregados no Conselho de Administração<sup>234</sup> representa a quebra da “regra de ouro” segundo a qual a sociedade teria por objetivo, conforme já discutido, a maximização dos recursos dos sócios. Isso porque os representantes dos empregados estão no Conselho unicamente para defender os seus interesses que, muitas das vezes, são antagônicos em relação aos interesses econômicos

---

<sup>234</sup> Messias Pereira Donato, no texto citado, às fl. 44, menciona que as Leis de Co-Gestão alemãs de 1951 e 1976 preveriam, além da participação de representantes dos trabalhadores nos Conselho Supervisor, a existência de um diretor do trabalho, que comporia a Diretoria da companhia e seria eleito não pelo Conselho de Administração como os demais diretores, mas pelos trabalhadores. Entretanto, a figura desse diretor não é mencionada pelos demais autores que tratam da matéria. Pelo contrário, todos os autores, ao tratarem da Co-Gestão, concebem o envolvimento dos trabalhadores na gestão por meio da inclusão de seus representantes no Conselho de Administração, e não na Diretoria, o que nos parece correto. A Diretoria, que é órgão técnico, subordinado ao Conselho de Administração, tem uma função executória, e não deliberativa. A Diretoria deve achar os meios para cumprir, da forma mais adequada, as orientações e diretrizes fornecidas pelo Conselho de Administração. Assim, não nos parece razoável a inclusão de representantes dos trabalhadores na Diretoria, uma vez que a difícil tarefa de conciliar a existência de conselheiros com interesses muitas vezes dissonantes dos interesses dos acionistas e da própria sociedade se tornaria impossível diante de um administrador, com amplos poderes diretivos para administrar a sociedade, não no melhor interesse da mesma e sob a direção do Conselho de Administração, mas no interesse de seus empregados, o que se mostra temerário e, na nossa opinião, reprovável. Entretanto, ao se optar por tal caminho, o diretor eleito pelos empregados possuirá as mesmas obrigações dos demais, podendo ser responsabilizado pelos prejuízos que causar à sociedade.

Não obstante a evidente inconsistência da inclusão de representantes dos empregados na Diretoria, o Estado de São Paulo, por meio da Lei Estadual 3.741/83, com a redação que lhe leu a Lei Estadual 4.096/84 criou a obrigatoriedade de inclusão de um representante dos empregados, por eles eleito, na Diretoria das Sociedades de Economia Mista controladas por aquele ente estatal. Considerando que o Estado não possui competência para legislar sobre Direito Comercial, a única interpretação possível da mencionada lei, a nosso ver, é a de que ela é dirigida ao próprio ente estatal, ou seja, obriga o Estado, no momento de indicar os diretores, de acordo com a legislação societária, a incluir dentre eles um representante dos trabalhadores.

Já a recente Lei Federal 12353/2010 fixa a obrigatoriedade de participação de representantes de empregados nos Conselhos de Administração das Sociedades de Economia Mista e empresas públicas federais, “suas subsidiárias e controladas e demais empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto”. Na mencionada lei, é garantida à União a eleição da maioria dos membros do Conselho (considerando que somente um representante dos empregados será eleito, não há possibilidade de que ele venha a deter poderes decisórios efetivos), sendo ainda determinada interessante medida no §3º do art. 2º, segundo o qual “Sem prejuízo da vedação aos administradores de intervirem em qualquer operação social em que tiverem interesse conflitante com o da empresa, o conselheiro de administração representante dos empregados não participará das discussões e deliberações sobre assuntos que envolvam relações sindicais, remuneração, benefícios e vantagens, inclusive matérias de previdência complementar e assistenciais, hipóteses em que fica configurado o conflito de interesse”. Ao prever essa vedação o legislador reconhece o conflito de interesses consistente na inclusão, no Conselho de Administração, de pessoa que não represente os interesses dos acionistas. Entretanto, consideramos discutível a vedação à participação dos empregados nas discussões a respeito dos temas citados, e não apenas nas deliberações, o que nos pareceria mais correto. Como veremos, os empregados podem contribuir de forma significativa para o desenvolvimento das discussões no Conselho de Administração, ainda que sem poder decisório. Deve ser mencionado ainda que a vedação, apesar de válida, nos parece de pouca ou nenhuma eficácia, uma vez que garante-se à União a manutenção da maioria dos membros do Conselho, ou seja, tendo ou não poder de deliberação – nos parece melhor que não tenham- os representantes dos empregados não terão poder decisório. Finalmente, entendemos que as vedações previstas no §3º do art. 2º não abarcam todas ou sequer a maioria das situações em que a condição de representantes dos empregados gerará um patente conflito de interesses – e que, pela lógica adotada pela lei, deveriam ter sua discussão e deliberação por eles também obstadas- podendo ser mencionadas, por exemplo, as deliberações a respeito de contratações e demissões e adoção de novas tecnologias que impliquem em redução da demanda por pessoal, dentre outras matérias.

dos acionistas<sup>235</sup>. A questão é colocada por Gorton e Schind nos seguintes termos: *a gestão tem por consequência a redistribuição dos excedentes produzidos pela atividade empresarial ou a alteração do fim social*<sup>236</sup> da companhia? Voltaremos a essa questão mais tarde.

Charny explica que a presença dos representantes dos empregados no Conselho Supervisor é uma forma de limitar o poder dos diretores que, em mercados acionários desenvolvidos, tendem a ter seu poder exponencialmente elevado.<sup>237</sup> Entretanto, defende no artigo citado que tal objetivo não é alcançado, no sistema alemão, pela

---

<sup>235</sup> Ainda que se reconheça o ganho de produtividade dos empregados em razão da melhoria de suas condições de trabalho e remuneração, que configura uma espécie de *cooperative games*, ou *win-win situation*, onde as duas partes se beneficiam sem prejuízo da outra, é certo e inegável que os interesses dos representantes dos empregados se chocam com os da sociedade em um sem-número de situações, onde o ganho do empregado representará custo adicional para a sociedade, com a redução correspondente dos lucros.

<sup>236</sup> Ob. Cit. , p. 3

<sup>237</sup> Como visto anteriormente, em mercados desenvolvidos, é frequente a existência de sociedades com capital social disperso e sem um acionista definido que exerça o controle mediante a detenção de maioria das ações votantes. Nessas situações, verifica-se, conforme narrado por Charny, uma concentração desproporcional de poder na mão dos diretores. A ausência de um “dono” da companhia (figura sempre associada ao do acionista ou grupo de acionistas detentor de participação relevante do capital que lhe garante controle perene e efetivo da companhia), cumulada com a notória passividade dos acionistas não controladores que utilizam a aquisição de ações como forma de investimento a longo prazo gera uma espécie de vácuo de poder, uma vez que o Conselho de Administração, que tem por função a fiscalização mais próxima e frequente da sociedade, não representa de forma clara sócios detentores de percentual relevante do capital social. Assim, inexistindo a fiscalização direta de um acionista controlador detentor de parcela relevante do capital social, os diretores adquirem enorme liberdade e autonomia, passando, em alguns casos, a gerir a sociedade de acordo com seus próprios interesses, sem que haja um Conselho de Administração forte e independente suficiente para detê-los. A respeito do fenômeno da “captura” do Conselho de Administração pela Diretoria, que exerceria seu controle por meio de *soft power* aplicado sobre o Conselho, ver BAYSINGER, Barry e HOSKISSON, Robert E. The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy. *The Academy of Management Review*, Vol. 15, No. 1 (Jan., 1990), pp. 72-87. Academy of Management, Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/258106>, acessado em 27/09/2009 e Directors Compensation and the Management-Captured Board; The History of a Symptom and a Cure, Charles M. Elson, 50 SMU - Southern Methodist University Law Review 127, Setembro/outubro de 1996. Disponível em <https://litigation-essentials.lexisnexis.com/webcd/app?action=DocumentDisplay&crawlid=1&doctype=cite&docid=50+SMU+L.+Rev.+127&srctype=smi&srcid=3B15&key=7a08029c20ffccccc069842efb9ea45f6>, acessado em 28 de setembro de 2009.

Para uma opinião divergente, segundo a qual o processo de captura do Conselho pela Diretoria não seria mais um problema, tendo em vista o fortalecimento dos Conselhos de Administração ocorrido nos últimos anos, bem como a defesa de interessante tese a respeito do papel do Conselho, “Bainbridge, Stephen M., Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance (February 2002). UCLA, School of Law Research Paper No. 02-06. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=300860>. Acessado em 27 de setembro de 2009, onde o autor defende que o Conselho de Administração não seria um órgão de mera representação dos acionistas, mas sim o órgão que deve ter a palavra final sobre os rumos a serem dados à sociedade, desde que cumpra sua obrigação de maximizar a riqueza dos acionistas.

inclusão dos empregados no Conselho Supervisor. Para o autor, a duplicidade de Conselhos e a exclusão dos empregados do Conselho Gestor não evitariam a dominação do Conselho Supervisor pelos diretores. Segundo ele, na “disputa” entre os Conselhos, os membros do Conselho Gestor (a quem nos referimos como diretores) teriam grande vantagem, por diversas razões: *“acesso superior a informações, controle do fluxo de informações aos pretensos monitores, independência “de fato” em relação ao exercício do poder decisório no que concerne decisões do dia-a-dia e habilidade de neutralizar os grupos conflitantes (representados no conselho supervisor) através da manipulação, jogando um contra o outro”*<sup>238</sup>. Segundo o autor, o Conselho Supervisor depende do Conselho Gestor para a obtenção de informações, o que garantiria ao último posição privilegiada em relação ao primeiro. Além disso, o autor enfatiza que a representatividade dos empregados no Conselho Supervisor não os garantiria efetiva influência sobre as decisões do colegiado.

Outros autores possuem opinião divergente a respeito dos benefícios decorrentes da inclusão de empregados nos órgãos de administração das sociedades. Larry Fauver e Michael E. Fuerst, em seu artigo já citado, tentam responder à seguinte pergunta: *a participação de empregados nos órgãos de administração, onde atuam em interesse próprio, indiretamente protege os interesses dos acionistas minoritários, aumentando, assim, o valor da companhia?*

Ao analisar companhias com menos de 2000 empregados, os autores apresentam os seguintes argumentos favoráveis à Co-Gestão:

1) Os acionistas não são os únicos que investem na companhia, os empregados também fazem um investimento, adquirindo habilidades que não podem ser utilizadas ou aproveitadas por outros empregadores, e que, por isso, deveriam ter o poder de interferir na gestão da sociedade de forma a garantir o retorno de seu investimento.

2) A Co-Gestão permitiria a melhor troca de informações entre a sociedade e os empregados, garantindo que a primeira tenha ciência das necessidades e desejos dos

---

<sup>238</sup> ob. cit, p. 2

últimos, e que esses tenham compreensão das dificuldades enfrentadas por aquela, diminuindo os conflitos trabalhistas, principalmente aqueles envolvendo sindicatos, que usualmente, possuem afiliados dentre os representantes dos empregados;

3) Os empregados, em razão de seu conhecimento particular e único da companhia, seriam supervisores altamente informados e hábeis a exercer o controle sobre os diretores, colaborando de forma decisiva para a defesa de seus próprios interesses, e evitando que os diretores agissem exclusivamente em interesse próprio ou do acionista controlador ou detentor de participação relevante. Ao fazê-lo, os empregados estariam também defendendo os interesses dos acionistas minoritários, o que seria positivo no que concerne à Governança Corporativa;

4) Em razão de seu conhecimento técnico e diferenciado do funcionamento da sociedade, já mencionado no tópico anterior, os empregados podem fornecer subsídios para a tomada de melhores decisões pelos gestores, que às vezes não possuem conhecimento aprofundado a respeito de aspectos técnicos do funcionamento da companhia;

Verificamos, de plano, que o primeiro argumento coincide com tese defendida por aqueles que sustentam que a sociedade deve atender não só aos interesses dos acionistas, mas também dos *stakeholders*, já tendo sido analisado – e devidamente rechaçado- em capítulos anteriores. Os demais argumentos, até agora inéditos em nosso estudo – uma vez que se aplicam de forma específica à discussão relacionada à inserção de empregados nos órgãos administrativos, e não à discussão mais ampla atinente à definição dos chamados “mestres da sociedade”- são interessantes, e serão abordados em breve. Desde já, porém, é interessante mencionar que os três (argumentos dois, três e quatro) se diferenciam do primeiro e dos demais já citados pelos defensores do direcionamento da sociedade em prol dos interesses dos *stakeholders* por apontarem, ao menos em parte, supostos benefícios à sociedade e aos acionistas– e não aos próprios *stakeholders*- decorrentes da inclusão dos empregados nos órgãos de administração.

Após alinhar os motivos pelos quais entendem que a presença de empregados no Conselho de Administração é positiva, sob a perspectiva de criação de valor, os autores

concluem que essa presença só seria positiva até certo ponto, a partir do qual passaria a ser danosa. Graficamente, defendem que a relação entre participação de empregados X valor da companhia seria um “U” invertido: seriam diretamente proporcionais até um ponto ótimo de inversão, a partir do qual passariam a ser inversamente proporcionais.

Segundo os autores, os benefícios apontados nos argumentos dois, três e quatro, que se acentuariam com o aumento da participação dos empregados, seriam suplantados, a partir do ponto ótimo, por consequências danosas decorrentes do excesso dessa mesma participação. Numericamente, os autores, citando o estudo de Gorton e Schimid dizem que o aumento da participação dos empregados de um terço (que Fauver e Fuerst consideram adequado e indicado) para metade (que eles consideram excessivo) dos assentos do Conselho Supervisor seria trágico para a sociedade.

Algumas consequências negativas da inclusão dos trabalhadores no Conselho apresentadas pelos autores (que, em nossa opinião, somente se verificam no caso de ser concedido aos mesmos efetivo poder decisório) são altamente previsíveis, e constituem diferentes manifestações do mesmo problema, qual seja: a presença de conselheiros que não são comprometidos com o aumento do lucro da companhia ou a remuneração adequada dos acionistas, mas exclusivamente com seus próprios interesses. Os autores, assim, mencionam a escolha de tecnologias que maximizam o número de empregados em vez de reduzir os custos de produção, a oposição a demissões cíclicas (decorrentes de condições econômicas pontuais e passageiras) ou mesmo o deliberado e excessivo aumento do custo da folha de pagamento.<sup>239</sup> A discussão a respeito da inserção de empregados nos órgãos de gestão; sua adequabilidade à tese, já exposta, de que a sociedade deve ser gerida no exclusivo interesse de seus sócios e, em caso positivo, a definição acerca do “ponto ótimo” de participação dos empregados nos órgãos administrativos será feita a seguir.

Em princípio, o objetivo do presente capítulo, que seria apresentar a Co-Gestão alemã e suas principais características, estaria atingido neste ponto. Entretanto, optamos

---

<sup>239</sup> Para informações detalhadas, ver Internal Bargaining, Labor Contracts, and a Marshallian Theory of the Firm Hajime Miyazaki *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 3 (Jun., 1984), p. 381-393. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/1804014>, acessado em 27/09/2009, onde o autor analisa as negociações trabalhistas sob a perspectiva do poder de barganha dos empregados e as exigências feitas pelos mesmos.

- apesar de inicialmente escapar ligeiramente do cerne da discussão desta dissertação - por nos estender um pouco, e analisarmos com mais profundidade os efeitos econômicos da adoção da Co-Gestão em seus diferentes níveis. Ao final, faremos breve sugestão de como entendemos que a Co-Gestão poderia ser adotada no Brasil.

Fauver e Fuerst, em seu trabalho, comparam sociedades sujeitas a leis de Co-Gestão (com empregados ocupando até 1/3 dos assentos do Conselho Supervisor) com aquelas que não se sujeitam às mesmas. Concluem que as sociedades sujeitas à Co-Gestão são maiores (no que concerne ao valor de vendas e ao valor dos ativos), possuem participação societária mais concentrada, e possuem ainda maior valor de “Q de Tobin”<sup>240241</sup>. Além disso, nas sociedades com participação dos empregados no Conselho Supervisor, haveria maior probabilidade de pagamento de dividendos em dinheiro, bem como uma política de investimentos mais rigorosa no que concerne à escolha de projetos, que decorreria do fato de seu Conselho ser munido de informações trazidas pelos empregados. Entretanto, paralelamente à conclusão de que a participação não paritária de empregados no Conselho Supervisor é benéfica à sociedade, esses autores chegam também à conclusão coerente com aquela a que chegaram Gorton e Schmid (que será detalhada a seguir), qual seja, a de que com exceção de sociedades que atuam em alguns poucos setores do mercado, a participação de empregados no Conselho Supervisor em percentual superior a 1/3, via de regra, gera efeitos negativos para a sociedade e para os acionistas.

Gordon e Schmid, no trabalho já citado, concluem que em comparação com companhias onde os empregados possuem 1/3 dos assentos no Conselho Supervisor,

---

<sup>240</sup> O chamado “Q de Tobin” (*Tobin's Q*) é um indicador financeiro desenvolvido pelo professor James Tobin, da Universidade de Yale, que, a grosso modo, representa a razão entre o valor de mercado da companhia e o custo de reposição de seus ativos. Assim, um Q superior a 1 representa uma companhia com valor de mercado superior ao valor de reposição de seus ativos. Já um Q menor que 1 representa uma companhia que vale menos do que o custo de reposição de seus ativos. Assim, quanto maior o Q de Tobin, maior a valorização da sociedade em relação ao custo dos seus ativos, o que denota, assim, em tese, uma perspectiva positiva de lucratividade futura.

<sup>241</sup> A relação entre tamanho das sociedades e a presença de empregados no Conselho não é lógica: as sociedades não são grandes porque possuem empregados no Conselho Supervisor, mas, de acordo com a legislação alemã, tem empregados no Conselho porque são grandes, conforme já demonstrado. No tocante à relação entre presença de empregados no Conselho Supervisor e aumento do Q de Tobin, os autores fazem algumas ressalvas quando na análise são incluídas outras variáveis, como a atividade exercida pela sociedade, dentre outras. Entretanto, não obstante tais ressalvas, os autores reiteram a existência de relação direta entre a participação de empregados no Conselho Supervisor (desde que não superior a 1/3) e o valor de mercado/retorno aos acionistas dessas mesmas sociedades.



aquelas nas quais eles possuem 50% tendem a ter suas ações negociadas com um desconto maior (quando comparado com um valor padrão), isso é, são menos valorizadas pelo mercado, tendo em vista a tendência de mudança do objetivo da companhia, da maximização do valor dos acionistas para a maximização da folha de pagamento.

A análise de Gorton e Shimd é baseada na comparação entre sociedades anônimas abertas (AGs) sujeitas ao regime da Co-Gestão paritária e não paritária.

De acordo com a pesquisa realizada por Gorton e Schimd, a participação paritária de empregados no Conselho Supervisor, em comparação com a participação não-paritária, onde os empregados possuem somente 1/3 dos assentos no Conselho Supervisor leva à uma redução do *market-to-book ratio*<sup>242</sup> em 27%, Return on Assets - ROA<sup>243</sup> em 5 pontos-base, e *Return on Equity - ROE*<sup>244</sup> em 2 pontos base.<sup>245</sup> Os autores sugerem, de forma inconclusiva, que tais resultados poderiam ser ligados à influência da Co-Gestão paritária sobre a diversidade de ramos de atuação da sociedade, sobre o retorno das ações da sociedades e sobre a estrutura de capital da companhia.

---

<sup>242</sup> Trata-se de índice obtido pela divisão do valor de mercado de uma sociedade pelo seu valor patrimonial, ou seja, o valor contabilmente registrado de seus ativos. Quando maior que 1, representa o reconhecimento, pelo mercado, de que o valor dos ativos contabilmente registrados não reflete o valor real dos ativos, isso é, o mercado está disposto a pagar mais por aqueles ativos do que o valor contábil dos mesmos. Quando o resultado é inferior a 1, significa que o mercado não reconhece que o valor contábil dos ativos representa o seu real valor, que, na verdade, seria menor. Em suma, quanto maior esse índice, mais os investidores estão dispostos a pagar pelos ativos da sociedade, em razão, obviamente, das perspectivas de lucratividade futura da mesma.

<sup>243</sup> Índice obtido pela divisão entre o lucro gerado pela companhia e o valor de seu ativo total. Representa a capacidade da sociedade de obter lucro com o seu ativo.

<sup>244</sup> Índice obtido pela divisão entre o lucro líquido gerado pela companhia e o valor do seu patrimônio líquido. Ele se diferencia do ROA pelo fato de que leva em conta o endividamento da companhia (passivo). Porém, também pode ser visto como um índice que mede a capacidade de geração de riqueza da sociedade.

<sup>245</sup> Para informações minuciosas a respeito dos critérios utilizados para se chegar a esses resultados, bem como do resumo dos resultados encontrados, ver a íntegra do trabalho.

Além dessas, outros autores citados por Gorton e Schimid (fl. 7) chegam às seguintes conclusões:

- Svejnar indentificou que as leis de codeterminação levaram a um aumento nos salários na indústria siderúrgica alemã<sup>246</sup>;

- Benneli, Loderer e Lys, com base na comparação de dados de companhias referentes ao período pré e pós 1976 (quando foi editado o *Mitbestimmungsgesetz*), concluem que as leis de Co-Gestão levam a políticas de investimentos mais conservadoras pelas companhias afetadas;<sup>247</sup>

- FitzRoy e Kraft concluíram que a Co-Gestão reduziu a produtividade das companhias em 19,7% e que o retorno dos acionistas sobre seu investimento (Return on equity – ROE, ver nota de rodapé nº. 244) foi reduzido após a adoção, pelas sociedades, de normas de Co-Gestão;<sup>248</sup>

- Cable e FitzRoy concluíram que a participação de empregados no Conselho eleva a produtividade das mesmas.<sup>249</sup>

---

<sup>246</sup> SVEJNAR, Jan. Employee participation in management, bargaining power and wages. *European Economic Review*, V. 18, iss. 2, 1982, pgs. 291/303. Disponível em [http://www.sciencedirect.com/science?\\_ob=ArticleURL&\\_udi=B6V64-4GJVF53-V&\\_user=10&\\_rdoc=1&\\_fmt=&\\_orig=search&\\_sort=d&\\_docanchor=&\\_view=c&\\_searchStrId=1027057515&\\_rerunOrigin=scholar.google&\\_acct=C000050221&\\_version=1&\\_urlVersion=0&\\_userid=10&md5=6c9aeaa13d1f67451595cb0b761af819](http://www.sciencedirect.com/science?_ob=ArticleURL&_udi=B6V64-4GJVF53-V&_user=10&_rdoc=1&_fmt=&_orig=search&_sort=d&_docanchor=&_view=c&_searchStrId=1027057515&_rerunOrigin=scholar.google&_acct=C000050221&_version=1&_urlVersion=0&_userid=10&md5=6c9aeaa13d1f67451595cb0b761af819), acessado em 27 de setembro de 2009.

<sup>247</sup> Labor Participation in Corporate Policy-Making Decisions: West Germany's Experience with Codetermination .Giuseppe Benelli, Claudio Loderer and Thomas Lys *The Journal of Business*, Vol. 60, No. 4 (Oct., 1987), p. 553-575 Disponível em <http://www.jstor.org/stable/2352961>. Acessado em 28 de setembro de 2009.

<sup>248</sup> Economic Effects of Codetermination ,Felix R. FitzRoy and Kornelius Kraft *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 95, No. 3 (Sep., 1993), p. 365-375. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/3440362>. Acessado em 28/09/2009.

<sup>249</sup> John R. Cable and Felix R. Fitzroy. PRODUCTIVE EFFICIENCY, INCENTIVES AND EMPLOYEE PARTICIPATION: SOME PRELIMINARY RESULTS FOR WEST GERMANY. *Kyklos*, VI 33, NO: 1, PG: 100-121, 1980. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-6435.1980.tb02623.x>, acessado em 26/09/2009.

Entretanto, tendo em vista o pequeno universo de companhias utilizadas por esses autores em suas pesquisas, em razão da dificuldade de acesso aos dados necessários, suas conclusões devem ser vistas com ressalvas.

Passaremos agora a analisar, com base nas conclusões a que chegaram os autores pesquisados, a conveniência de adoção do regime da co-participação.

O primeiro ponto a ser analisado é o que diz respeito à conclusão, aparentemente lógica, de que se a Co-Gestão fosse boa para a companhia e, em consequência, para seus acionistas, estes autonomamente a adotariam, não sendo necessária a imposição legal nesse sentido. Considerando que são desconhecidas situações onde os acionistas (que são os detentores do capital) abrem mão de parcela relevante de seu poder de controle sobre a companhia em benefício dos representantes dos empregados, sem que haja determinação legal que os obrigue a tanto<sup>250</sup>, poderíamos concluir que se trata de medida que, em princípio contraria os interesses dos acionistas, que presumidamente agem de acordo com uma lógica econômica. No caso, se a inclusão de representantes dos empregados no Conselho de Administração (Conselho Supervisor na Alemanha) fosse melhor para a companhia, aumentando os lucros distribuídos aos acionistas, estes já teriam adotado essa medida independentemente de imposição legal, e em uma escala global. Entretanto, definitivamente, não é isso que se verifica.

Sobre o assunto, os professores Jensen e Meckling, citados por Fauver no seu trabalho já mencionado:

*“Se a codeterminação é benéfica tanto aos acionistas quanto aos trabalhadores, por que precisamos de leis que forcem as firmas a adotá-la? Certamente, eles voluntariamente o fariam. O fato de que os acionistas precisam ser forçados pela lei a*

---

<sup>250</sup> Como vimos, no Brasil existe previsão na lei 6.404/1976 que faculta a inclusão de representantes dos empregados no Conselho de Administração das sociedades, sem, entretanto, torná-la obrigatória (excetuados os casos previstos na Lei Federal 12353/2010, já abordada). Não se tem notícia de nenhuma companhia que o tenha feito, o que corrobora a tese de que a inclusão efetiva dos empregados na administração da companhia é sempre feita mediante imposição legal aos acionistas.

*aceitar a co-determinação é a melhor evidência que temos de que eles são adversamente afetados por ela.”*<sup>251</sup>

Concordamos, em parte, com os professores Jensen e Meckling. Os acionistas, como detentores de capital desejosos de obter o maior retorno possível de seus investimentos, certamente adotariam a Co-Gestão voluntariamente, se ela fosse boa para os negócios (leia-se: aumentasse o retorno dos acionistas sobre o capital investido, na forma de distribuição de lucros). A resistência generalizada dos acionistas em fazê-lo é, em nossa opinião, indicador relevante (que, como vimos, é parcialmente corroborado pelas pesquisas empíricas) de que os empregados quando admitidos no Conselho de Administração, trabalham exclusivamente em interesse próprio, o que acaba por reduzir o retorno dos acionistas sobre seu investimento. Entretanto, os dados empíricos já mencionados, que serão objeto de análise à frente, não corroboram a hipótese dos professores Jensen e Meckling integralmente.

Levine e Tyson<sup>252</sup> defendem que a adoção autônoma da Co-Gestão pelas companhias seria inibida por um problema de coordenação. Segundo eles, ainda que se tratasse de uma medida positiva, se fosse implantada de forma não coordenada (por todas as companhias, em idêntico momento e em idênticas condições), poderia criar efeitos negativos àqueles que a adotassem isoladamente. Fauver<sup>253</sup> defende que, partindo da premissa de que a Co-Gestão seria positiva, tratar-se-ia de uma aplicação do clássico dilema do prisioneiro<sup>254</sup>, isso é, a Co-Gestão seria positiva para os negócios e

---

<sup>251</sup> Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1979. Rights and Production Functions: An Application to Labormanaged Firms and Codetermination. *Journal of Business* 52, 469-506. Tradução livre do autor. Versão original:

*“If co-determination is beneficial to both stockholders and labor, why do we need laws which force firms to engage in it? Surely, they would do so voluntarily. The fact that stockholders must be forced by laws to accept co-determination is the best evidence we have that they are adversely affected by it.”*

<sup>252</sup> Levine, D.I. and L.D. Tyson, 1990. Participation, Productivity and the Firm’s Environment. In: *Paying for Productivity: A Look at the Evidence* A.S. Blinder, p. 183-237.

<sup>253</sup> Ob. cit. p. 8

<sup>254</sup> O dilema do prisioneiro possui várias versões, e é uma situação hipotética que ilustra o problema da coordenação. Dois prisioneiros, cúmplices de um crime, estão sendo interrogados em celas separadas. A polícia não possui provas da autoria, mas os prisioneiros são culpados. Caso ambos simplesmente neguem o crime, seriam libertados. Entretanto, a polícia oferece aos dois (independentemente, posto que um não tem ciência do teor do interrogatório do outro) o benefício da delação premiada, incitando-os a

para os sócios, mas somente se adotada de forma coordenada, isso é, de uma vez, por todas as companhias (ou parcela relevante delas). Aquela que tivesse a iniciativa pioneira de adotá-la sofreria consequências negativas decorrentes do fato de que suas concorrentes não teriam adotado a medida da mesma forma e no mesmo momento (segundo Fauver, haveria uma tendência de diminuição das diferenças salariais entre administradores e demais empregados, e estes teriam um aumento em sua estabilidade no emprego e poder de barganha, o que pioraria a situação dos administradores, que tenderiam a trocar essa empresa por outras em que os empregados não tivessem o poder aumentado pela Co-Gestão). Entretanto, caso a medida fosse adotada de forma coordenada (e a imposição legal seria a melhor forma de fazê-lo), as companhias colheriam os efeitos positivos da Co-Gestão, mas não arcariam com os efeitos negativos de terem adotado a medida antes de seus concorrentes.

Entretanto, a formulação teórica do problema da coordenação aplicado à Co-Gestão (que parte da premissa de que a Co-Gestão é, irrestritamente, uma medida positiva) não resiste integralmente às evidências empíricas contidas nos estudos de Gorton e Schmid, por um lado, e pelos próprios Fauver e Fuerst de outro. Esses autores, conforme abordado, com base em dados financeiros de companhias alemãs, demonstraram o impacto financeiro-econômico da Co-Gestão obedece a uma curva em formato de U invertido: a Co-Gestão influencia positivamente os resultados financeiros da companhia até um limite, a partir do qual passa a ser negativa.

Diante dessa constatação, conclui-se que, a respeito desse ponto específico, nem Jensen e Meckling, por um lado, nem Fauver e Fuerst, sustentados em Levine e Tyson, por outro, estavam inteiramente corretos. A Co-Gestão pode sim ser benéfica para a companhia e para os acionistas – desde adotada dentro de um limite, que será abordado a seguir. Entretanto, não obstante essas evidências, as companhias se mostram extremamente resistentes a adotá-la, demonstrando que a racionalidade econômica dos acionistas aparentemente não é infalível – eles estariam deixando de adotar a Co-Gestão

---

confessarem e implicarem seu cúmplice, mediante promessa de redução de pena. É um caso em que uma medida positiva (negação intransigente do crime) se adotada de forma não-coordenada (ela só trará efeitos positivos se adotada por ambos prisioneiros) pode causar efeitos negativos àquele que a adota (se um deles nega o crime e o outro confessa, aquele que negou teria um resultado negativo, posto que não contaria com o benefício de redução da pena decorrente da delação premiada). Esse é o dilema do prisioneiro: Negar o crime, confiando que seu cúmplice também o fará, e ser libertado, ou confessar o crime e denunciar o cúmplice, colhendo o benefício de uma pena reduzida?

não obstante essa gere benefícios econômicos.<sup>255</sup> Por outro lado, a hipótese de que a Co-Gestão seria positiva, e que as companhias só precisariam de um incentivo legal para vencer a barreira da coordenação também não poderia ser considerada integralmente verdadeira, posto que, como vimos, existem evidências de que as companhias e seus acionistas têm razões válidas para se oporem à Co-Gestão, uma vez que, a partir de um ponto, esta passaria a ser prejudicial aos negócios. Não se trataria, portanto, de uma questão exclusivamente de coordenação, havendo sólidos argumentos para que os acionistas a ela se oponham em determinadas situações.

Diante dessa situação (evidências de benefício da Co-Gestão desde que adotada dentro de limites, e oposição irrestrita dos acionistas em adotá-la voluntariamente), concluímos que a premissa de que os acionistas não adotam a Co-Gestão simplesmente porque não é bom para os negócios não é inteiramente verdadeira. Iremos voltar a esse ponto em breve.

Antes, desenvolveremos nossa opinião a respeito da conveniência de adoção do modelo da Co-Gestão, com base nos estudos de outros autores já apresentados. Mas antes disso, precisamos fazer uma ressalva. A análise a respeito da conveniência da adoção de qualquer prática depende sempre da escolha de um paradigma, que servirá como orientador da análise de custo-benefício daquela medida cuja adoção é questionada. Podemos afirmar que as ideias não possuem uma valoração absoluta, isso é, não podem ser consideradas absolutamente boas ou ruins. Elas são boas ou ruins (talvez seja mais preciso considerá-las como adequadas ou inadequadas) dependendo da

---

<sup>255</sup> Poderíamos considerar, de forma a manter a crença na racionalidade econômica dos agentes, que os acionistas, apesar dos efeitos econômicos positivos verificados na comparação entre companhias que adotam a Co-Gestão e companhias que não a adotam, possuem outros motivos para manter os empregados de fora do Conselho de Administração. Um deles seria a quebra do paradigma de que o Conselho de Administração deve ter sua composição definida exclusivamente pelos detentores do capital ou por indivíduos alinhados a seus interesses. Nesse caso, os acionistas podem entender que a adoção voluntária da Co-Gestão, ainda que inicialmente dentro dos limites que a mesma se mostra economicamente interessante, e não obstante os efeitos positivos sobre os resultados, representa um primeiro passo para os empregados, que não se contentariam com a participação limitada no Conselho, e pressionariam o próprio Conselho e os acionistas para ampliarem sua participação. Assim, entre a Co-Gestão limitada e seus efeitos positivos, mas com a possibilidade de ser ampliada por pressão dos empregados, e Co-Gestão nenhuma, os acionistas ficariam com a última.

Além disso, podemos pensar em outros efeitos negativos da Co-Gestão, econômicos ou não, que não tenham sido levados em conta pelos autores do estudo que levantou os dados empíricos, e que poderiam desincentivar a adoção da Co-Gestão. Entretanto, foge do escopo do presente trabalho a investigação mais aprofundada a respeito de que efeitos seriam esses. Pessoalmente, acreditamos, como iremos demonstrar a seguir, que a Co-Gestão é positiva para a companhia, desde que dentro de certos limites, e que devem haver incentivos legais para sua adoção.

base de comparação referencial adotada. Assim, a mesma ideia pode ser boa ou ruim, dependendo do paradigma escolhido. Uma medida governamental – por exemplo, a distribuição de alimentos à população carente- pode ser considerada adequada ou inadequada dependendo do paradigma adotado por quem promove a análise. Partindo da concepção de que é dever do Estado cuidar da população mais carente e garantir direitos básicos a todos os cidadãos, poderia se considerar tal medida adequada. Porém, ao se adotar outra concepção de Estado como paradigma, por exemplo, a de que cabe ao Estado unicamente garantir aos cidadãos o livre exercício de seus direitos e a igualdade de oportunidades, não sendo sua função promover a redistribuição de renda, a mesma medida seria considerada inadequada, e extrapoladora das funções estatais.

Tal ressalva é necessária, pois sem ela qualquer juízo de valor a respeito da Co-Gestão se mostraria arbitrário. É necessário identificar qual paradigma irá permear e sustentar a análise que será feita. Esse paradigma é a maximização do valor dos acionistas.

Nos capítulos anteriores, foi feita uma revisão da chamada “*theory of the firm*” e se chegou à conclusão de que a teoria mais adequada a sustentar a existência das sociedades da forma como as conhecemos atualmente é aquela que considera como sua exclusiva função a maximização da riqueza dos acionistas, desde que dentro dos parâmetros legais e morais de atuação. Será com base nesse paradigma que será analisada a adequabilidade da Co-Gestão.

Retomaremos os resultados obtidos por Fauver e Fuerst, por um lado, e Gorton e Schimid, de outro, quando compararam os dados financeiros de companhias alemãs. Os primeiros compararam companhias sujeitas à Co-Gestão com companhias não sujeitas a tal regime, de acordo com a legislação alemã. Concluíram que as companhias sujeitas à Co-Gestão são melhor precificadas pelo mercado, com base no chamado quociente de Tobin (Q de Tobin), que consiste em um índice financeiro resultante da razão entre o valor de mercado de uma companhia (numerador) e o custo de reposição de seus ativos (denominador). É um índice interessante, uma vez que é capaz de demonstrar o “*plus*” que agentes racionais estão dispostos a, em tese, pagar pelas ações de uma companhia, ou seja, o valor que a mesma agrega (ou retira) dos seus ativos. Seria uma forma de, a

grosso modo, precificar o chamado “fundo de comércio”, isso é, a diferença entre o valor de mercado de uma sociedade e o custo individual de todo o seu ativo. Além de agregarem um valor maior a seu ativo, as sociedades sujeitas à Co-Gestão distribuiriam mais dividendos em dinheiro e fariam escolhas de investimento melhores.

Já Gorton e Schimid concluíram, ao comparar as sociedades sujeitas à Co-Gestão paritária (metade dos assentos do Conselho pertencem aos empregados), com aquelas sujeitas à Co-Gestão não paritária (um terço dos assentos são dos empregados) que as primeiras possuem resultados financeiros muito piores do que as últimas, com base em diversos índices, que demonstram claramente a redução da lucratividade da sociedade quando é elevado o número de assentos concedidos aos empregados no Conselho Supervisor.

Confirma-se, assim, a teoria do “U” invertido de Fauver e Fuerst, que pode ser apresentada em um gráfico que tenha em seu eixo “X” o tamanho da participação dos empregados no Conselho, e em seu eixo “Y” os efeitos positivos dessa participação.

De acordo com a teoria do “U” invertido, a Co-Gestão seria positiva para a sociedade até um ponto, a partir do qual passa a prejudicá-la. Os motivos que justificam o lado esquerdo do gráfico, que mostra as consequências positivas, seriam relacionados às informações trazidas pelos empregados, que em razão de seu conhecimento técnico, contribuiriam com as discussões, que resultariam em decisões melhores. Além disso, os empregados exercem efetiva supervisão sobre as decisões do Conselho, o que evitaria a tomada de decisões prejudiciais à própria companhia, seja pela necessidade de convencimento (ou, ao menos, informação) dos conselheiros representantes dos empregados, seja pela inibição de decisões tomadas potencialmente em conflito de interesses.

Já a justificativa do lado direito do gráfico, onde o aumento da participação dos empregados no Conselho passa a prejudicar os negócios da companhia nos parece óbvia: o aumento dos poderes dos empregados dá aos mesmos maiores chances de fazer o que sempre irão fazer no Conselho de Administração ou em qualquer órgão em que



sejam admitidos: votar em exclusivo interesse próprio, independentemente das consequências que a decisão tenha sobre a sociedade ou seus acionistas.

Os empregados não estão errados ao fazê-lo. Ou melhor, não seria razoável exigir que agissem diferentemente. Da mesma forma como os acionistas votam em exclusivo interesse próprio, buscando sempre a maximização de seu investimento, os empregados votarão sempre em interesse próprio, buscando a maximização do retorno de seu trabalho. Votarão sempre contra a sociedade? Claro que não. Mas sempre que estiverem diante de uma situação em que tenham que optar entre prestigiar o interesse da própria sociedade ou dos acionistas e os seus próprios, e esses interesses forem inconciliáveis, optarão por atender a seus próprios interesses. Como então conciliar a Co-Gestão com o paradigma da maximização do retorno dos acionistas?

Em nossa opinião, trata-se de identificar o que estaria no ápice do “U” invertido, isso é, qual seria aquele ponto de inflexão, onde ocorreria a inversão de tendência, e a participação dos empregados no Conselho passaria a prejudicar a sociedade ao invés de beneficiá-la. Em nossa opinião, esse ponto de inflexão seria a concessão aos empregados de efetivo poder de controle sobre os rumos da sociedade. Entendemos que não existe justificativa para que os empregados integrantes do Conselho de Administração sequer tenham direito de voto. E vamos mais longe. Entendemos que a concessão de poder de voto aos empregados pode ser prejudicial à sociedade, a ponto de reverter a tendência positiva decorrente da concessão de assento aos mesmos no Conselho de Administração. Explicamos.

Conforme podemos verificar, todos os pontos positivos decorrentes da participação dos empregados no Conselho de Administração independem, para sua efetividade, de que os empregados tenham real poder de influir nos rumos da sociedade. Na verdade, se analisarmos detalhadamente os efeitos positivos da presença dos empregados no Conselho de Administração, verificamos que estes independem até mesmo da detenção, pelos empregados do poder de voto nas reuniões do Conselho. O fornecimento de subsídios técnicos para o Conselho de Administração, bem como a supervisão da atuação dos demais conselheiros independem do poder de voto, podendo ser obtidos ainda que os empregados não detenham tal poder.

De fato, se analisarmos detalhadamente os argumentos que justificam a inclusão dos empregados no Conselho de Administração, verificamos que se dividem, a grosso modo, em dois grandes grupos: os relacionados à troca de informações e os relacionados à supervisão das atividades do Conselho.

Em relação ao primeiro grupo, entendemos que Fauver e Fuerst estão corretos quando defendem que a presença dos empregados no Conselho é positiva para a sociedade, por permitir a afluência de opiniões técnicas oriundas de pessoas com experiência efetiva no setor produtivo. Os representantes dos empregados possuem conhecimento e visão únicos a respeito do funcionamento da sociedade, e não vemos como negar que as informações fornecidas pelos mesmos podem colaborar no processo de tomada de decisões pelo Conselho, possibilitando que esse decida melhor<sup>256</sup>. São subsídios importantes, que aprimoram as decisões do Conselho, o que, como visto, se reflete na comparação entre os índices financeiros de sociedades não sujeitas à Co-Gestão e aquelas sujeitas à Co-Gestão não paritária.

Os efeitos positivos da presença dos representantes dos empregados no Conselho não param por aí. Eles não se limitam a fornecer informações ao Conselho, mas também obtém dele informações estratégicas usualmente omitidas dos funcionários, como a situação financeira da sociedade, condições do mercado, nível de vendas, etc. O fornecimento dessas informações aos empregados é apontado por diversos autores (e decorre mesmo do bom senso) como um fator de redução do nível de insatisfação dos empregados e dos litígios trabalhistas, tendo ainda como efeito o aumento de produtividade. Empregados que possuem informações a respeito da condução dada à sociedade pela alta administração tendem a ser mais receptivos a medidas necessárias e impopulares, como demissões e redução de custo. Além disso, ao serem informados sobre a real situação da sociedade, se sentem verdadeiramente parte integrante da mesma, o que, em tese, reflete positivamente sobre sua produtividade.

---

<sup>256</sup> Para informações aprofundadas sobre a dinâmica das decisões colegiadas no Conselho de Administração, ver o texto *Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance*. Bainbridge, Stephen M., *Vanderbilt Law Review*, Vol. 55, p. 1-55, 2002. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=266683>

Em relação ao segundo argumento para a inclusão dos empregados no Conselho de Administração, qual seja, a supervisão exercida pelos mesmos sobre as atividades daquele colegiado, entendemos ser, da mesma forma, inegavelmente válido. Ora, o Conselho de Administração tem, cada vez mais, assumido uma feição de órgão de controle da Diretoria, e não de mero representante dos acionistas. Isso se comprova facilmente pela inclusão nele dos chamados “conselheiros independentes”, que detém, no Brasil, percentual acionário irrisório, simplesmente em razão da exigência legal de que os conselheiros sejam também sócios<sup>257</sup>.

Assim, considerando que os empregados são diretamente interessados nos rumos dados à sociedade pelo Conselho de Administração, e que possuem conhecimento técnico específico muitas vezes não detido pelos demais conselheiros, sua presença nesse órgão é um fator inibidor de decisões erradas, prejudiciais à sociedade ou injustificadamente arriscadas, por um lado, e ilegais, por outro, seja em razão de violação à lei e o estatuto social, seja em razão de conflito de interesses. Em suma, os representantes dos empregados, por terem interesse direto na condução dada aos negócios pelo Conselho de Administração, por deterem conhecimento técnico específico, por não terem (ao menos em tese) laços e interesses comuns com os demais conselheiros ou acionistas, podem exercer de forma eficiente a função de *whistle blowers*, ou “apitadores”, isso é, de dar publicidade a decisões controversas tomadas pelo Conselho, que podem afetar de forma negativa a própria sociedade, ou os interesses dos empregados e acionistas não controladores, que muitas vezes são coincidentes.

Assim, a função supervisora exercida pelos empregados no Conselho de Administração possui a virtude de coibir decisões inoportunas e até mesmo ilegais do Conselho, sendo útil para os mesmos e para outros *stakeholders*. Fauver e Fuerst, como já visto, sustentam tais conclusões.

---

<sup>257</sup> A exigência de detenção de ações pelos conselheiros se mostra, por um lado, injustificável, tendo em vista a tendência de conselheiros independentes, que teriam função precípua de fiscalizar a atuação dos diretores e demais conselheiros, e não estariam no Conselho para representar os acionistas. Mas por outro lado, é uma medida de grande valia no que concerne ao alinhamento dos interesses dos conselheiros com os interesses da sociedade. Sendo acionistas, presume-se que os conselheiros terão, além da obrigação legal, o interesse pessoal em atuar no melhor interesse da companhia.

Entretanto, o reconhecimento dos efeitos positivos da presença dos empregados no Conselho de Administração não leva à automática conclusão de que eles devem estar lá com direito a voto. Em verdade, para que forneçam informações técnicas, recebam informações estratégicas e vigiem os demais membros do Conselho, os empregados não precisam de direito de voto, mas simplesmente de um assento no Conselho. A garantia de que qualquer decisão do Conselho de Administração deverá passar pelos representantes dos empregados (ainda que não tenha que ser aprovada pelos mesmos), de que estes terão presença garantida em todas as reuniões do Conselho, com direito a voz e direito de obter da companhia e dos demais membros do Conselho informações detalhadas sobre todas as questões colocadas em pauta nos parece suficiente para que os efeitos positivos da inclusão dos representantes dos empregados no Conselho seja plenamente atingido, sendo desnecessária a concessão aos mesmos de direito de voto nas deliberações. Em nossa opinião, essa concessão não é apenas desnecessária. É altamente indesejada.

Mas por que a participação dos empregados no Conselho de Administração deveria ser feita sem a concessão de direito de voto aos mesmos? Porque os empregados não são comprometidos com o bem da sociedade. Como já defendido, sempre que tiverem que escolher entre o lucro da sociedade e o seu ganho pessoal, eles necessariamente optarão pelo último, tendo em vista que, ainda nas situações em que possuem assento no Conselho Supervisor, os empregados não possuem direito de recebimento de parcela dos lucros sociais. Como os autores já citados mencionaram, isso acarreta, nas sociedades sujeitas à co-participação paritária em que os empregados possuem metade dos assentos do Conselho, e dessa forma, poderes efetivos (ainda que não absolutos), de controle da sociedade<sup>258</sup>, a piora nos índices financeiros, principalmente aqueles relacionados à lucratividade da sociedade. Em outras palavras, quando detentores de efetivo poder de mando na sociedade, os empregados tendem a utilizá-lo de forma contrária aos interesses da mesma, tendo os autores citados

---

<sup>258</sup> Ainda que exista a regra de que o desempate das deliberações é feito pelo presidente do Conselho, indicado pelos acionistas, qualquer divergência entre os conselheiros que não representam os empregados - que não estão necessariamente comprometidos com a maximização do valor dos acionistas, tendo em vista que existem representantes de fornecedores e bancos no Conselho, conforme já discutido -, pode acarretar a aprovação de uma medida proposta pelos empregados e contrária aos interesse dos acionistas.

mencionado que são comuns o aumento do custo da folha de pagamento e a rejeição de tecnologias que reduziram os custos, mas acarretariam demissões.

Acreditamos, assim, que a razão pela qual as companhias sujeitas à Co-Gestão não paritária (nas quais os empregados possuem 1/3 dos assentos no Conselho de Administração) possuem índices financeiros melhores do que aquelas não sujeitas à Co-Gestão, e que as companhias sujeitas à Co-Gestão paritária possuem índices financeiros sensivelmente piores do que os das sociedades sujeitas à Co-Gestão não paritária é que nessas últimas, por possuírem apenas 1/3 dos assentos do Conselho, os empregados contribuem para a sociedade (com a troca de informações e fiscalização da atuação do Conselho), mas não a prejudicam, aprovando questões contrárias à mesma e em seu exclusivo interesse. Isso porque, via de regra, as deliberações do Conselho de Administração são regidas pelo princípio da maioria. Assim, com apenas 1/3 dos assentos, os representantes dos empregados não possuem condições, em situações normais, de aprovar coisa alguma, uma vez que a ausência dos conselheiros representantes do bloco de controle em qualquer reunião do Conselho é virtualmente impensável.

Já nas sociedades sujeitas à Co-Gestão paritária, os empregados continuam contribuindo para a sociedade da mesma forma, mas agora, detendo metade dos assentos do Conselho, passam também a prejudicá-la, aprovando ou rejeitando matérias em seu exclusivo interesse, e em muitos casos, em detrimento da sociedade.

Nesse caso, a Co-Gestão, como parte de uma teoria maior (chamada por alguns autores como “Eurosclerosis”<sup>259</sup>), diminuiria a flexibilidade da companhia, reduzindo sua capacidade de reagir a condições de mercado inesperadas e de alto impacto, que vêm se tornando mais comuns em razão da rápida e inexorável globalização e integração dos mercados internacionais. Além disso, autores mencionam a demora na tomada de decisões, decorrente da constante “batalha” travada dentro do Conselho Supervisor como um fator redutor da competitividade das empresas sujeitas à Co-Gestão.

---

<sup>259</sup> Bentolila e Bertola (1990) – citado por Gorton e Schimid, na ob. cit.

Como já demonstrado anteriormente, de acordo com a teoria dos custos de agência, em um relacionamento de agência o agente tentará sempre maximizar suas utilidades pessoais, ainda que em detrimento dos interesses do principal, que precisa exercer constante monitoramento a fim de, ao menos, mitigar os esperados prejuízos decorrentes da divergência de interesses entre as partes dessa relação.

Ora, aplicando esses conceitos à situação em discussão, verificamos que o relacionamento entre os membros do Conselho de Administração (ou Conselho Supervisor) e os acionistas é inegavelmente uma relação de agência, tendo em vista que os conselheiros agem – ou ao menos devem agir – no melhor interesse da sociedade, o que, em tese, maximizaria as utilidades pessoais de todos os acionistas. Ou seja, os conselheiros devem agir de forma a, indiretamente, por meio dos ganhos da sociedade, aumentar o retorno dos acionistas.

Na Co-Gestão, a atuação dos representantes dos empregados com assento no Conselho de Administração será, inegavelmente, direcionada à maximização de suas utilidades pessoais, sem qualquer atenção aos interesses da sociedade ou dos acionistas, que só seriam contemplados quando coincidissem com os interesses dos representantes dos empregados.

Mas qual a diferença entre os conselheiros eleitos pelos acionistas e os representantes dos empregados, se ambos, de acordo com a Teoria da Agência, tentarão maximizar suas utilidades pessoais? Os conselheiros eleitos pelos acionistas são eleitos por eles para defenderem seus interesses e possuem obrigações legais e contratuais de fazê-lo. Além disso, os acionistas possuem meios efetivos de monitoramento de sua conduta. Já os representantes dos empregados são eleitos para o Conselho de Administração com o confessado intuito de atender a seus próprios interesses. Serão agentes (pois irão gerir o patrimônio investido pelos acionistas) sem qualquer obrigação de atender aos interesses do principal, e atuarão em seu exclusivo interesse, muitas vezes em detrimento da própria sociedade e dos acionistas.

Assim, podemos esperar a oposição dos representantes dos empregados a qualquer proposta que, apesar de benéfica para a sociedade, possa resultar em prejuízo

aos trabalhadores, como demissões, reestruturações, operações associativas entre a sociedade e concorrentes (fusões, compra ou venda da sociedade ou de ativos relevantes, que geralmente envolvem a redução de quadros em razão da extinção de setores redundantes existentes nas sociedades envolvidas). Além disso, é razoável esperar que os representantes dos empregados no sistema da Co-Gestão paritária tentem aprovar propostas que maximizem seus ganhos em detrimento, obviamente, da lucratividade da sociedade, como aumento de salários ou concessão de outros benefícios.

Sobre esse ponto, Gorton e Schimd concluem que o poder concedido aos empregados pela Co-Gestão é utilizado por eles de forma a violar os interesses dos acionistas, alterando o fim social da companhia, que é o lucro. Entretanto, entendemos que essas críticas só são aplicáveis à Co-Gestão paritária, em que os empregados podem se opor de forma efetiva à aprovação de medidas necessárias à companhia, e que prejudiquem seus interesses. Não vislumbramos como, na Co-Gestão não paritária, os empregados possam causar tais danos à companhia, tendo em vista que não possuem, via de regra, poder decisório relevante no Conselho. Na verdade, a diferença, entre a Co-Gestão paritária e a não-paritária reside no fato de que, na primeira, os esforços dos representantes no sentido de maximizar suas utilidades pessoais possuem enorme chances de prosperar, o que geraria à sociedade e aos acionistas prejuízos maiores do que os benefícios decorrentes de sua participação no Conselho. Já na Co-Gestão não paritária, a chance de prevalência das propostas dos representantes dos empregados prejudiciais à sociedade e aos acionistas é remota<sup>260</sup>, enquanto os benefícios de sua presença no Conselho são os mesmos da Co-Gestão paritária.

Assim, conclui-se, com base nas pesquisas realizadas por Gorton e Schimd, que nas sociedades sujeitas à Co-Gestão paritária, os aspectos negativos decorrentes da inclusão dos empregados no Conselho superam em muito as contribuições à sociedade, conclusão inarredável quando se considera que os índices financeiros das companhias

---

<sup>260</sup> Um dado relevante diz respeito à relação entre a concentração das ações nas mãos de poucos acionistas e o poder de oposição a propostas prejudiciais aos interesses dos acionistas. De acordo com Gorton e Schimd, a estrutura societária concentrada – dominante, segundo ele, no mercado alemão – permitiria aos acionistas integrantes do bloco de controle ter mais poder no momento de barganhar e se opor a propostas de interesse dos representantes dos empregados que sejam contrárias ao interesse dos acionistas ou da própria companhia. Essa estrutura se encontra presente também no Brasil, em oposição à americana, onde o índice de dispersão acionária é sensivelmente maior.

sujeitas à Co-Gestão paritária são muito piores do que os das sociedades sujeitas à Co-Gestão não paritária, quando a única diferença entre as mesmas é o poder de efetivo controle dos empregados na primeira.

Ora, considerando que o poder de influir decisivamente na aprovação de questões é a diferença essencial entre as sociedades sujeitas à Co-Gestão paritária e não-paritária<sup>261</sup>, entendemos que o ponto de inflexão no gráfico do “U” invertido proposto por Fauver e Fuerst, isso é, o que diferencia se a Co-Gestão será boa ou ruim para a sociedade, é exatamente a concessão ou não de poder de decisão aos representantes dos empregados. Em outras palavras, a Co-Gestão é positiva para a sociedade, desde que os representantes dos empregados participem das discussões do Conselho, mas não tenham poder de decisão a respeito dos rumos da companhia. Esse é, em nossa opinião, o vértice do gráfico apresentado por Fauver e Fuerst.

Conclui-se, portanto, que a Co-Gestão é medida positiva, posto que a presença de representantes dos empregados no Conselho de Administração torna as decisões tomadas pelo órgão melhores. Além disso, permite que os empregados tenham acesso a informações e dados que dão a eles melhor conhecimento a respeito da situação da companhia, diminuindo conflitos e aumentando a aceitação por eles de medidas contrárias aos seus interesses. Finalmente, os representantes dos empregados com assento no Conselho exercem função supervisora e fiscalizadora do funcionamento do órgão e de suas deliberações. Entretanto, a Co-Gestão paritária, na qual os empregados possuem metade dos assentos do Conselho de Administração se mostra, em nossa opinião, um equívoco, posto que a concessão de poder real aos empregados de definir os rumos da companhia é prejudicial à mesma, uma vez que os empregados atuarão sempre em seu próprio interesse, e em detrimento da sociedade, sempre que seus interesses forem conflitantes, o que ocorre com bastante frequência.

---

<sup>261</sup> Como já vimos, o que diferencia a sujeição de uma sociedade pública alemã (AG) ao regime da Co-Gestão paritária e não paritária é simplesmente o número de empregados. Não existe qualquer evidência, e contraria qualquer análise racional, que o número de empregados seja o responsável pelas diferenças verificadas entre os índices financeiros das sociedades não sujeitas à Co-Gestão, sujeitas à Co-Gestão paritária e não-paritária.



Assim, ao nosso ver, a Co-Gestão pode e deve ser adotada pela legislação societária brasileira e de outros países, desde que acompanhada de medidas que impeçam que os empregados assumam poder decisório no Conselho de Administração. Tendo em vista as enormes diferenças entre esse modelo por nós proposto e a Co-Gestão, da maneira como é adotada na Alemanha e da forma como é defendida pela doutrina trabalhista, acreditamos que não seria adequado sequer chamá-lo de Co-Gestão, uma vez que aos empregados não seria concedido poder de efetivamente gerir o patrimônio dos sócios.

Assim, de acordo com o modelo sugerido, seria garantido um único assento a representante dos empregados no Conselho de Administração, que teria direito de participação em todas as reuniões, sob pena de nulidade das deliberações em caso de realização de reunião do Conselho de Administração sem a regular notificação do representante dos empregados. Além de garantia de assento nas reuniões, deve ser dado ao representante dos empregados o direito de se manifestar nas reuniões, bem como de receber todas as informações técnicas que forem fornecidas aos demais conselheiros.

Finalmente, consideramos imprescindível que o representante dos empregados tenha o poder de requisitar informações e documentos à Diretoria da companhia. Por outro lado, considerando que, para a verificação dos efeitos positivos da adoção da Co-Gestão é desnecessária a concessão de direito de voto aos representantes dos empregados (na verdade, é importante que eles não o tenham), sugerimos que esses representantes não possuam qualquer poder de voto nas deliberações. Participariam das reuniões, dariam sua colaboração valiosa às deliberações, supervisionariam o Conselho, obteriam as informações relevantes a respeito do funcionamento da sociedade, mas não poderiam decidir os rumos que seriam adotados pela sociedade<sup>262</sup>. Obviamente, seriam obrigados a manter absoluto sigilo a respeito de todas as informações a que tiverem acesso. Entretanto, para isso, seria necessária a flexibilização de várias regras legais

---

<sup>262</sup> Entendemos que a simples vedação ao voto do representante dos empregados é mais indicada do que a vedação à manifestação em determinadas matérias, como fez a lei 12353/2010, já analisada. A uma, porque os benefícios da participação dos representantes dos empregados no Conselho independem da concessão de tal direito aos mesmos, como já visto. Por outro lado, é virtualmente impossível prever, de antemão, quais matérias envolveriam potencial conflito de interesses, como fez a lei. Abrir-se-ia, nesse caso, uma interminável discussão a respeito de qualquer matéria a ser analisada pelo Conselho: ela ensejaria ou não conflito de interesse em relação ao representante dos empregados? Melhor, na nossa opinião, é garantir o assento do representante sem direito a voto.

aplicáveis aos conselheiros no Brasil, como a que determina sua responsabilidade caso não ajam no melhor interesse da sociedade, prevista no art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas, uma vez que sua presença no Conselho de Administração parte do pressuposto de que eles lá estarão para defender os interesses dos trabalhadores, e não da sociedade. Da mesma forma, no caso de adoção desse modelo, a regra que veda o conflito de interesses, contida no art. 156, deveria ser flexibilizada em relação ao conselheiro representante dos empregados, uma vez que confessadamente estará a agir em interesse próprio e dos seus representados.

Acreditamos que esse modelo enfrentaria menos resistência das companhias do que a Co-Gestão “tradicional”, posto que os representantes dos empregados não influenciariam na dinâmica interna de poder da sociedade, não desequilibrariam os acordos de acionistas nem aumentariam a quantidade de conselheiros necessária para garantir o controle do acionista ou acionistas controladores sobre o Conselho.

Assim, estariam garantidos os efeitos positivos da Co-Gestão “tradicional”, sem que se verificassem os efeitos deletérios de termos, dentro de órgão deliberativo de tal importância para a sociedade, pessoas que confessadamente estariam ali para defender os próprios interesses, e não os interesses sociais.

Entendemos que essa solução conciliaria a Co-Gestão ao paradigma já estudado de que a sociedade deve ser dirigida por aqueles que nela aportaram seus recursos, e deve ter como fim precípua a maximização desses recursos. Pelo modelo sugerido, os acionistas não seriam desapossados de seu poder de direcionar os negócios sociais, por meio da indicação dos membros do Conselho de Administração, mas teriam que dar a palavra ao representante de pessoas que possuem profundo conhecimento técnico a respeito das atividades empresariais exercidas pela companhia, o que, como verificado nos estudos citados, possui efeitos positivos sobre os índices financeiros das companhias. Acreditamos até que, pelos mesmos motivos e com as mesmas limitações, poder-se-ia conceder aos representantes dos empregados assento sem voto correspondente nas Assembleias Gerais Ordinárias e Extraordinárias da sociedade. Não vemos como negar que os mesmos efeitos positivos decorrentes da presença dos empregados no Conselho de Administração não se verificariam nas Assembleias Gerais.

A derradeira questão que se apresenta é: se a presença dos representantes dos empregados no Conselho de Administração (e, em nossa opinião, também nas Assembleias Gerais) é positiva, desde que eles não possuam poder decisório efetivo, por que torná-la obrigatória? As companhias a permitiriam voluntariamente se apenas fosse prevista legalmente a figura do conselheiro sem voto com adoção voluntária, certo? Nesse caso, entendemos que não. Trata-se de situação clássica do dilema do prisioneiro, já analisado. A adoção de uma medida inovadora, de resultados práticos ainda desconhecidos das companhias brasileiras criaria uma assimetria concorrencial. O pioneiro na adoção da medida sofreria o risco das suas eventuais consequências negativas, o que o tornaria menos competitivo em relação a seus concorrentes. A certeza de que todas as companhias enquadradas dentro de um critério pré-definido<sup>263</sup> serão obrigadas a adotar as regras sugeridas acaba com o problema concorrencial, razão pela qual entendemos que diante das evidências apresentadas, a adoção da “Co-Gestão sem voto” é uma medida positiva, que deveria ser obrigatória para companhias que se enquadrassem em determinados critérios.

Podemos considerar também a possibilidade de adoção desse modelo proposto por meio de formas de auto-regulamentação, como a iniciativa bem sucedida empreendida pela BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo, que criou regras mínimas, mais avançadas que as legais, para as companhias abertas desejosas de participar dos chamados níveis diferenciados de Governança Corporativa<sup>264</sup>. Entendemos que a “Co-Gestão sem voto” poderia ser facilmente incluída no “pacote” de medidas mínimas a serem adotadas pelas companhias que desejem se diferenciar daquelas que se limitam a cumprir os requisitos legais.

---

<sup>263</sup> Na Alemanha, o critério definidor da adoção da Co-Gestão, como visto, é o número de empregados. Entretanto, outros podem ser adotados, como faturamento, lucro ou atividade exercida, apesar de nos parecer, em uma análise superficial, que o critério germânico é o mais adequado.

<sup>264</sup> Para mais informações, acesse [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

## **CAPÍTULO VIII - BREVE HISTÓRICO DA INTERVENÇÃO ESTATAL NO DOMÍNIO ECONOMICO**

Antes de entrarmos na discussão a respeito das Sociedades de Economia Mista, faremos uma breve histórico sobre a intervenção estatal no domínio econômico. Uma análise detalhada e aprofundada a respeito do tema extrapola os limites desse trabalho. Nossa intenção é simplesmente situar doutrinária e historicamente a Sociedade de Economia Mista, da forma como é regulada pela Constituição e pela legislação infraconstitucional brasileiras.

O chamado Estado Liberal, conforme ensina Alberto Venâncio Filho, “*emergiu da Revolução Francesa*” e “*operou uma dissociação bem nítida entre a atividade econômica e a atividade política*”<sup>265</sup>.

Segundo os seus teóricos – o maior deles certamente foi Adam Smith-, o mercado seria regido por um conjunto de regras autônomas chamadas por Smith de “a mão invisível do mercado”. Considerava-se a intervenção estatal desnecessária e perniciosa, uma vez que o mercado se auto-regularia: os empresários mais eficientes sobreviveriam, enquanto os menos seriam naturalmente expelidos, liberando “espaço” (na verdade recursos) para outros empresários; os preços seriam naturalmente regulados pela lei da oferta e da procura, bem como pela livre concorrência; os indivíduos livres poderiam negociar seus salários e as condições de trabalho de forma absolutamente livre e, desde que houvesse mútua concordância, o acordo seria válido e vinculante.

Diante dessa concepção – que, ao menos na teoria, é irretocável em nossa opinião-, não caberia ao Estado qualquer intervenção na esfera econômica, que deveria ser uma arena própria dos particulares. Adam Smith, citado por Venâncio, defendeu o Liberalismo nos seguintes moldes:

---

<sup>265</sup> VENÂNCIO FILHO, Alberto. A intervenção do Estado no Domínio Econômico – O Direito Público Econômico no Brasil. Serviço de Publicações da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, Brasil, 1968, p. 5.

*“De acordo com o sistema de liberdade natural, o soberano (leia-se o Estado) tem somente três deveres a cumprir; três deveres de grande importância, na verdade, mas claros e inteligíveis ao senso comum: primeiro, o dever de proteger a sociedade da violência e da invasão por outras sociedades independentes; segundo, o dever de proteger, na medida do possível, cada membro da sociedade da injustiça e da opressão de qualquer outro membro, ou o dever de estabelecer uma adequada administração da justiça; em terceiro lugar, o dever de erigir e manter certas obras públicas e certas instituições públicas que nunca será do interesse de qualquer indivíduo ou de um pequeno número de indivíduos erigir e manter; porque o lucro jamais reembolsaria as despesas para qualquer indivíduo ou número de indivíduos, embora possa freqüentemente proporcionar mais do que o reembolso a uma sociedade maior”.*<sup>266</sup>

Verifica-se, assim, que se trata de uma concepção minimalista do Estado, que teria por função, basicamente, deter a exclusividade do uso da força e garantir os direitos individuais por meio da administração da Justiça, além de explorar atividades econômicas relevantes para a sociedade, porém deficitárias, e que por isso não atrairiam o interesse dos particulares.

Os méritos dessa concepção são, em nossa opinião evidentes. O culto ao individualismo, a fé na capacidade individual, na meritocracia e na liberdade, foram os pilares de um desenvolvimento econômico sem precedentes na História mundial e inspiram, em grande parte, a forma como são estruturadas a quase totalidade dos países na atualidade. Sobre esse ponto, leciona Alberto Venâncio Filho:

*“Os resultados desse regime liberal foram, de fato, extraordinários, como comprovam as expressões de Francisco Ayala: O grande impulso econômico e técnico, em virtude do qual nossa civilização chegou a ser o que é hoje, se cumpriu, como é sabido, debaixo do princípio da abstenção do Estado nas relações sociais de produção e distribuição de bens. A parte mais característica e intensa desse impulso teve lugar no curso do Século XIX: se se compara o tônus médio da vida na Europa e na América antes da Revolução Francesa com o que chegou a adquirir quando, em 1914, estalou a 1ª Guerra Mundial, o resultado da comparação evidenciará uma diferença*

---

<sup>266</sup> Ob. cit. p. 6.

*assombrosa”, acrescentando em seguida: “Seria, supostamente, uma falsa implicação a de que o grande impulso econômico e técnico que transformou a fisionomia de nossa civilização em tão breve lapso seja um resultado de certos princípios doutrinários. Mas, em todo caso, a Revolução Industrial foi presidida pelo princípio fundamental da abstenção do Estado nas relações sociais de tipo econômico, e ninguém pode pensar que se trata de uma conexão acidental. Em fenômenos dessa natureza a casualidade desempenha papel secundário”<sup>267</sup>*

Entretanto, a concepção liberal do Estado não foi capaz de produzir riqueza e, ao mesmo tempo, reparti-la; não foi capaz de garantir condições mínimas para uma vida digna a toda a população ou sequer a parte relevante desta. A título de exemplo, verificou-se que, na prática, a liberdade “formal” dos empregados de negociarem salários com seus patrões não se verificava na prática. Apesar desses últimos não terem meios de efetivamente impor nada aos empregados (estes sempre tem a chance de recusarem o emprego ou se demitirem), na prática, em um cenário de liberdade ampla de negociação, os patrões tendem a impor aos empregados, principalmente os pouco instruídos que exercem funções que demandam pouco ou nenhum treinamento, condições de trabalho favoráveis a si – empregadores- ou que leva ao achatamento dos salários e, em casos extremos – como os verificados durante a revolução industrial- condições degradantes e subhumanas de trabalho.

Por outro lado, verificou-se que a liberdade extrema na exploração da atividade econômica, obviamente, beneficia os mais aptos e preparados, em detrimento dos menos afortunados, que “descobriram” que por meio de subsídios e incentivos estatais de toda sorte poderiam competir em pé de igualdade com os mais aptos, sem terem que se tornar mais competitivos. Assim, o Liberalismo entrou em crise, por uma série de razões que não se resumem às citadas, como demonstra Alberto Venâncio Filho:

*“O funcionamento do regime liberal exigiria, no entanto, como demonstrou André Piette, uma moral de homens honestos e teria como pressuposto uma certa igualdade, requerendo, ademais, uma competição equilibrada. Como esses pressupostos não foram alcançados, surge a crise da liberdade, caracterizada pela*

---

<sup>267</sup> Ob. cit. p. 8.

*crise social do século XIX, a crise econômica do período entre as duas grandes guerras e os desequilíbrios internacionais do presente.*

*Com efeito, durante todo o transcorrer do século XIX, importantes transformações econômicas e sociais vão profundamente alterar o quadro em que se inserira esse pensamento político-jurídico. As implicações cada vez mais intensas das descobertas científicas e de suas aplicações, que se processa, com maior celeridade, a partir da Revolução Industrial, o aparecimento das gigantescas empresas fabris, trazendo em conseqüência, a formação de grandes aglomerados urbanos, representam mudanças profundas na vida social e política dos países, acarretando alterações acentuadas nas relações sociais, o que exigirá que paulatinamente, sem nenhuma posição doutrinária preestabelecida, o Estado vá, cada vez mais, abarcando maior número de atribuições, intervindo mais assiduamente na vida econômica e social, para compor os conflitos de interesses de grupos e de indivíduos.*

...

*Do ponto de vista doutrinário, o crescimento das escolas socialistas e o aparecimento, em 1848, do Manifesto Comunista, de Karl Marx indicam o eclodir de novas concepções políticas, diametralmente opostas às até então existentes, mas cuja vigência prática só ocorreria bem mais tarde.*

...

*No dizer de Georges Burdeau “ as transformações da vida econômica e, especialmente, as conseqüências da revolução industrial, agravando as condições materiais da vida dos trabalhadores, revelaram a disparidade entre a nobre estatura do cidadão e a situação do proletário, penalizado por todos os constrangimentos econômicos. Daí então, um povo que se pode dizer integralmente novo tende a se substituir, na concepção da democracia, à alegoria nacional. Após várias tentativas prematuras, das quais o Cartismo na Inglaterra, a Revolução de 1848 e a Comuna de 1871, na França, assinalam o fracasso, o surgimento desse povo real se afirma por*

*meio de instituições estabelecidas pelo acesso regular de representantes das massas operárias ao Parlamento da democracia burguesa.*

*A esses fatores que já por si só alterariam, profundamente, a concepção do papel do Estado no domínio econômico, acrescenta-se já no século XX o aparecimento, a partir de 1914, das economias de guerra, em que algumas noções de 1914 a 1918 e mais intensamente de 1939 a 1945, tiveram que se preparar para o esforço bélico, o que exigiu a mobilização de todas as suas atividades econômicas para esse objetivo, acarretando, também, indiretamente, o alargamento das atribuições do Estado.”<sup>268</sup>*

Além dos fatores já citados, que contribuíram para a ascensão de uma nova concepção de Estado, com atribuições alargadas, inclusive no que concerne à intervenção direta na Economia, o autor ainda menciona a crise econômica de 1929, que teve como saída exatamente o aumento expressivo dos gastos públicos (e das próprias funções estatais), segundo a receita ditada pela escola econômica capitaneada pelo economista John Keynes, segundo o qual caberia ao Estado uma função de liderança na organização econômica, que passaria pelo estímulo e incentivos a setores específicos e, em muitos casos, a exploração direta de atividades econômicas, ainda que essas, em tese, pudessem ser objeto de exploração por particulares.

O autor cita como exemplos de Estados altamente intervencionistas, com ampla atuação econômica, os regimes nazista e fascista; a experiência soviética; o “*New Deal*” americano; a gestão dos Trabalhistas na Inglaterra no pós-segunda Guerra; bem como experiências semelhantes verificadas na França e na Itália após a Segunda Grande Guerra. Esse recrudescimento da atuação estatal, principalmente nos países europeus, se deu sob a bandeira do “Estado de Bem-Estar Social”.

A concepção intervencionista do Estado (que não se resume a uma fórmula única, pelo contrário, apresenta padrões e gradações diversos<sup>269</sup>) aliava, por um lado, a

---

<sup>268</sup> Ob. cit. p. 9/11.

<sup>269</sup> Para estudo detalhado sobre as diferentes manifestações e modelos do chamado Estado de bem estar social, ver FIORI, José Luís. Estado de bem-estar social: padrões e crises. *Physis* [online]. 1997, vol.7, n.2, pp. 129-147. ISSN 0103-7331, disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-73311997000200008&script=sci\\_abstract&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-73311997000200008&script=sci_abstract&tlng=pt), acessado em 13 de outubro de 2010.



garantia estatal de diversos direitos à população (amplas garantias de acesso à saúde e à educação; concessão de aposentadorias e benefícios previdenciários generosos, etc) e, de outro, a atuação direta do Estado na Economia, que passa a exercer a função de indutor de investimentos, de planejador e, muitas vezes, de empresário, atuando nos mais diversos setores, competindo com os particulares em mercados rentáveis.

Entretanto, a atuação estatal na econômica nunca se deu sem críticas. Sobre esse ponto, Paulo de Sá, citado por Alberto Venâncio Filho:

*“É o estado-educador, é o Estado-armador naval, é o Estado-ferroviário, é o Estado-construtor de automóveis, é o Estado-usineiro-metalúrgico, é o Estado-industrial, é o Estado que controla os bancos, que segura (e não paga) os empregados de toda espécie, que vende secos e molhados e que por toda parte mostra sua enciclopédica incompetência para fazer aquilo que não é, e não foi jamais, função própria sua.”<sup>270</sup>*

A partir dos anos 80, esse “Estado-elefante” entrou em crise, tendo ficado clara a insustentabilidade das políticas estatais altamente assistencialistas, que aliadas a um aparato estatal pesado e ineficiente – ineficiência essa que se refletia em todas as frentes de atuação estatal, inclusive na seara econômica- levaram a uma crise fiscal, agravada por crises econômicas cíclicas (crise do petróleo de 1973 e *crash* da Bolsa de Nova York em 1987, dentre outras).

A resposta à constatação de que a concepção intervencionista e ilimitadamente garantista do Estado era materialmente insustentável foi o recrudescimento de uma concepção mais restrita no que concerne às funções estatais, aliada à busca por uma atuação mais eficiente. Buscava-se, assim, não só uma nova definição dos limites da atuação estatal, mas principalmente a redefinição dos princípios que deveriam reger a atuação estatal. Não se tratou, assim, de uma mera retomada do Estado Mínimo de Adam Smith, mas de uma nova concepção do Estado, que, na seara econômica, passaria

---

<sup>270</sup> Ob. cit. p. 16.

de empresário ativo a ente eminentemente regulador, cuja intervenção direta se daria em situações excepcionais.

Sobre a crise do chamado *welfare state* e a nova concepção do Estado, leciona com propriedade o professor Luis Carlos Bresser-Pereira:

*“Desde meados dos anos 80, os países altamente endividados têm se dedicado a promover o ajuste fiscal, a liberalizar o comércio, a privatizar, a desregulamentar. Os resultados foram positivos, na medida em que se superaram os aspectos agudos da crise: O balanço de pagamentos voltou a um relativo controle, por toda a parte caíram as taxas de inflação, os países recuperaram pelo menos alguma credibilidade. Mas não se retomou o crescimento. A premissa neoliberal que estava por trás das reformas – de que o ideal era um estado mínimo, ao qual caberia apenas garantir os direitos de propriedade, deixando ao mercado a total coordenação da econômica – provou ser irrealista. Em primeiro lugar porque, apesar do predomínio ideológico alcançado pelo credo neoconservador, em país algum – desenvolvido ou em desenvolvimento – esse Estado mínimo tem legitimidade política. Não há sequer apoio político para um Estado que apenas acrescente às suas funções as de prover a educação, dar atenção à saúde e às políticas sociais compensatórias: os cidadãos continuam a exigir mais do Estado.*

*Em segundo lugar, porque rapidamente se percebeu que a idéia de que as falhas do Estado eram necessariamente piores que as falhas do mercado não passava de dogmatismo. As limitações da intervenção estatal são evidentes, mas o papel estratégico que as políticas públicas desempenham no capitalismo contemporâneo é tão importante que se torna irrealista propor que sejam substituídas pela coordenação do mercado, nos termos sugeridos pelo pensamento neoliberal. Como Prezeworski (119:119) observa: “a visão neoliberal de que, na ausência de suas tradicionais “falhas”, os mercados seriam eficientes parece estar morta ou, no mínimo, moribunda.*

*Por outro lado, tornou-se cada vez mais claro que a causa básica da grande crise dos anos 80 – uma crise que só os países do Leste e do Sudeste asiático conseguiram evitar – foi o Estado: uma crise fiscal do Estado, uma crise do tipo de intervenção estatal e uma crise da forma burocrática de administração do Estado. Ora,*

*se a proposta de um Estado mínimo não é realista, e se o fator básico subjacente à crise econômica é a crise do Estado, a conclusão só pode ser uma: a solução não é provocar o afinamento do Estado, mas reconstruí-lo, reformá-lo.*

*A reforma provavelmente significará reduzir o Estado, limitar suas funções como produtor de bens e serviços e, em menor extensão, como regulador, mas implicará também ampliar suas funções no financiamento de atividades que envolvam externalidades ou direitos humanos básicos e na promoção da competitividade internacional das indústrias locais.”<sup>271</sup>*

Obviamente, essa nova concepção não pode ser considerada como o ponto final (*end of history*) da discussão a respeito das funções estatais. Trata-se de uma discussão cíclica, que nunca será encerrada uma vez que a definição dos limites de atuação estatal depende de uma série de circunstâncias sociais e econômicas que estão em permanente alteração. Logo, essa definição, da mesma forma, está constantemente sujeita a revisão. Sobre esse ponto, leciona Adam Przeworski:

*“Para entender a razão de ser da reforma do Estado, é preciso voltar aos debates sobre o papel do Estado na economia. São debates que andam em círculos e nos quais os argumentos acerca das falhas do mercado são respondidos com argumentos sobre tentativas malsucedidas de regulamentação. Ao examinarmos a história dessas controvérsias, vemos que estas se assemelham a uma luta de boxe na qual o Estado e o mercado se vêem, ora um ora outro, contra as cordas.”<sup>272</sup>*

A explanação feita, longe de exaurir o tema, cumpre o objetivo a que nos propusemos: fornecer uma visão superficial sobre algumas das principais correntes da discussão a respeito das funções estatais e, principalmente, demonstrar como tal discussão é rica e controversa.

---

<sup>271</sup> PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. *Gestão do Setor Público: estratégia e estrutura para um novo Estado*. In *Reforma do Estado e Administração Pública Gerencial*, organizado pelo autor e por Peter Spink. Editora Fundação Getúlio Vargas, 7ª edição, Fl. 22/24

<sup>272</sup> PRZEWORSKI, Adam. *Sobre o desenho do Estado: uma perspectiva agent x principal*. In *Reforma do Estado e Administração Pública Gerencial*, organizado por Luiz Carlos Bresser Pereira e Peter Spink. Editora Fundação Getúlio Vargas, 7ª edição, Fl. 41.

## CAPÍTULO IX – A EVOLUÇÃO DA INTERVENÇÃO ESTATAL NA ECONOMIA NAS CONSTITUIÇÕES BRASILEIRAS

A História constitucional brasileira reflete com perfeição as diversas correntes que, na História, dominaram a discussão a respeito das funções do Estado, principalmente no que concerne a intervenção na seara econômica.

No regime da Constituição do império, de 1824, a incipiente atividade econômica brasileira era estrangulada por um Estado altamente intervencionista e burocrático – que consistia, em nossa opinião, em reminiscência da recém extinta condição de colônia portuguesa, que demandava uma estrutura fiscalizatória destinada a arrecadar os tributos devidos à Coroa Portuguesa, não sendo interesse desta o desenvolvimento econômico da colônia. Alberto Venâncio Filho destaca a figura do Barão de Mauá, notório empreendedor do império, que retratou com precisão a realidade econômica da época:

*“A incapacidade do Império para entender o alcance da obra de MAUÁ e os obstáculos institucionais que lhe foram opostos, estão bem retratados no seguinte trecho de sua autobiografia:*

*“Clama-se que no Brasil tudo se espera do Governo e que a iniciativa individual não existe! E como não há de ser assim se tudo quanto se refere à ação do capital, desde que este se aglomera para qualquer fim de utilidade pública ou particular, em que a liberdade das convenções devia ser o princípio regulador, esbarra-se logo de frente com péssimas leis preventivas, e quando estas não bastam, a intervenção indébita do Governo aparece na qualidade de tutor? O fato pois, que tanta reprovação encontra, de tudo esperar-se do govêrno, é consequência do regime legal a que se entregaram o país os que têm governado.”*

*No dizer de RAYMUNDO FAORO, estudando êste período, “a regulação econômica do Estado fêz-se sentir, com particular veemência, no comércio e indústria. Praticamente, tudo dependia do Governo, com autorizações, favores, tarifas*

*protecionistas e concessões; fora da faixa do Tesouro não conseguia medrar a iniciativa privada”. E no Manifesto Republicano de 1870, há esse brado de protesto: “ a liberdade econômica suprimida por uma legislação restritiva... tais são praticamente as condições reais do atual sistema de governo”.*<sup>273</sup>

Extrai-se, portanto, que muito mais do que uma concepção intervencionista do Estado, que funcionaria como indutor e mesmo explorador da atividade econômica, verifica-se que o Governo funcionava muito mais como um estorvo burocrático a reprimir a iniciativa privada, sem, pelo que se pode verificar na obra de Alberto Venâncio, explorar autonomamente as atividades econômicas necessárias ao regular desenvolvimento da sociedade à época. Na verdade, ao menos em teoria, no texto da Constituição de 1824 encontram-se contempladas as garantias individuais necessárias à livre exploração das atividades econômicas pelos particulares, ficando o Estado relativamente afastado das atividades econômicas.<sup>274</sup>

Concluimos, assim, que apesar da burocracia endêmica, a Carta de 1824 contém elementos que a identificam com os ideais consagrados pela revolução francesa,

---

<sup>273</sup> Ob. cit. p. 26.

<sup>274</sup> Confira-se o art. 179 da Carta de 1824:

*Art. 179. A inviolabilidade dos Direitos Civis, e Politicos dos Cidadãos Brasileiros, que tem por base a liberdade, a segurança individual, e a propriedade, é garantida pela Constituição do Imperio, pela maneira seguinte.*

*I. Nenhum Cidadão póde ser obrigado a fazer, ou deixar de fazer alguma cousa, senão em virtude da Lei.*

...

*IV. Todos podem communicar os seus pensamentos, por palavras, escriptos, e publicar-os pela Imprensa, sem dependencia de censura; com tanto que hajam de responder pelos abusos, que commetterem no exercicio deste Direito, nos casos, e pela fôrma, que a Lei determinar.*

...

*VI. Qualquer póde conservar-se, ou sahir do Imperio, como lhe convenha, levando comsigo os seus bens, guardados os Regulamentos policiaes, e salvo o prejuizo de terceiro.*

...

*XV. Ninguem será exempto de contribuir pera as despesas do Estado em proporção dos seus haveres.*

...

*XXII. E'garantido o Direito de Propriedade em toda a sua plenitude. Se o bem publico legalmente verificado exigir o uso, e emprego da Propriedade do Cidadão, será elle préviamente indemnizado do valor della. A Lei marcará os casos, em que terá logar esta unica excepção, e dará as regras para se determinar a indemnisação.*

...

*XXIV. Nenhum genero de trabalho, de cultura, industria, ou commercio póde ser prohibido, uma vez que não se opponha aos costumes publicos, á segurança, e saude dos Cidadãos.*

*XXV. Ficam abolidas as Corporações de Officios, seus Juizes, Escrivães, e Mestres.*

refletindo uma concepção de Estado pouco intervencionista, ao menos na seara econômica.

A ausência de atuação econômica expressiva do Estado ou sua intervenção relevante nessa seara é característica também da Constituição da República, de 1891, conforme comenta, mais uma vez, Alberto Venâncio Filho:

*“O regime político adotado na constituição de 1891 conserva, ainda, a posição do Estado como ausente das atividades econômicas. Se se examinar a competência da União na matéria, ver-se-á que se limita à instituição de bancos emissores e à criação e manutenção de alfândegas (art. 7.º, §1.º, itens 1 e 2). Cabe, ainda destacar o artigo 13, onde se remete para lei ordinária o direito da União e dos Estados de legislar sobre viação férrea e navegação interior, e uma manifestação incipiente de um papel mais ativo do Estado em defesa da econômica nacional, quando o parágrafo único deste mesmo artigo será feita por navios nacionais.”*<sup>275</sup>

Assim, com exceção de intervenções pontuais – como no mercado de café, principal produto de exportação do Brasil à época- a ordem constitucional não contemplava a intervenção massiva do Estado na Economia, refletindo, em boa medida, a corrente liberal predominante à época.

A Carta de 1891 sofreu, em 1926, uma extensa reforma, que aumentou sensivelmente os poderes da União no que concerne à intervenção no domínio econômico, consequência das mudanças sociais e econômicas já analisadas que, paulatinamente, ampliaram os poderes estatais e sua intervenção no domínio econômico.

Diante das mudanças na estrutura da sociedade brasileira no período pós-primeira guerra, a Carta de 1891, permeada por uma doutrina fortemente liberal, se mostrou inadequada para atender às demandas sociais e políticas da época. Dentre essas alterações, Alberto Venâncio Filho ressalta o *crash* da bolsa de Nova York em 1929 e o

---

<sup>275</sup> Ob. cit. p. 28.

“desmoronamento do sistema de defesa do café – empreendido pelo Governo Washington Luiz”. Sobre essas mudanças, o autor diz o seguinte:

*“A campanha da Aliança Liberal, então, já representara esse despertar do País para os novos problemas da economia moderna, e o esforço que o Governo Provisório empreendera estava impregnado desse desejo de renovação.*

*A criação de novos ministérios, como o do Trabalho, o da Educação e Saúde, em atividades mais de prestação de serviços do que simples registros burocráticos, indica esta tentativa de modernização e adaptação da estrutura administrativa às novas contingências da vida brasileira.*

*Inicia-se um amplo esforço de elaboração legislativa, com a criação das Comissões Legislativas. E em dois setores principais, o Govêrno Provisório vai estabelecer regime inteiramente novo, renunciadores do direito público econômico nascente, o regime das águas e energia elétrica, e o regime das minas, Em ambos os casos, os novos códigos, regulando a matéria afastam-se claramente das simples disposições privatistas, para dar ao Estado poderes os mais amplos, transformando as relações contratuais de direito privado em relações de direito público, nas quais se tinha como objetivo principal o interesse público.”<sup>276</sup>*

Surge, assim, a Constituição de 1934, e, pouco tempo depois, a autoritária Carta de 1937 – que inaugurou o período chamado de “Estado Novo”. Apesar de possuírem diferenças sensíveis, se assemelham por conterem, diferentemente das Cartas precedentes, uma clara veia estatista.

Com efeito, verifica-se sensível alargamento dos poderes Estatais, principalmente no tocante à intervenção no domínio econômico, tanto na Constituição de 1934 quanto na de 1937. Por exemplo, prevê-se na Carta de 1934 a competência exclusiva da União para “manter o serviço de correios” (art. 5º, VII), “explorar ou dar em concessão os serviços de telégrafos, radiocomunicação e navegação aérea, inclusive as instalações de pouso, bem como as vias-férreas que liguem diretamente

---

<sup>276</sup> Ob. cit. p. 30/31

*portos marítimos a fronteiras nacionais, ou transponham os limites de um Estado” (art. 5º, VIII), “estabelecer o plano nacional de viação férrea e o de estradas de rodagem, e regulamentar o tráfego rodoviário interestadual” (art. 5º, IX). No mesmo sentido, há previsão de competência privativa da União para legislar sobre “regime de portos e navegação de cabotagem, assegurada a exclusividade desta, quanto a mercadorias, aos navios nacionais” (art. 5º, XIX, “e”); “comércio exterior e interestadual, instituições de crédito; câmbio e transferência de valores para fora do País; normas gerais sobre o trabalho, a produção e o consumo, podendo estabelecer limitações exigidas pelo bem público” (art. 5º, XIX, “i”); “bens do domínio federal, riquezas do subsolo, mineração, metalurgia, águas, energia hidrelétrica, florestas, caça e pesca e a sua exploração” (art. 5º, XIX, “j”) e “condições de capacidade para o exercício de profissões liberais e técnico-científicas assim como do jornalismo” (art. 5º, XIX, “k”). Finalmente, no artigo 116, prevê-se a possibilidade de exploração direta de atividades econômicas pelo Estado, em caráter de monopólio: “Por motivo de interesse público e autorizada em lei especial, a União poderá monopolizar determinada indústria ou atividade econômica, asseguradas as indenizações, devidas, conforme o art. 112, nº 17, e ressalvados os serviços municipalizados ou de competência dos Poderes locais.”.*

No mesmo sentido, podemos apontar diversos dispositivos da Carta de 1937, onde se prevê a competência exclusiva da União para “manter o serviço de correios” (art. 15, VI) e “explorar ou dar em concessão os serviços de telégrafos, radiocomunicação e navegação aérea, inclusive as instalações de pouso, bem como as vias férreas que liguem diretamente portos marítimos a fronteiras nacionais ou transponham os limites de um Estado” (art. 15, VI), bem como para legislar privativamente sobre “a produção e o comércio de armas, munições e explosivos” (art. 16, IV), “as finanças federais, as questões de moeda, de crédito, de bolsa e de banco” (art. 16, VI), “comércio exterior e interestadual, câmbio e transferência de valores para fora do País” (art. 16, VII), “os monopólios ou standardização de indústrias” (art. 16, VIII), “as comunicações e os transportes por via férrea, via d'água, via aérea ou estradas de rodagem, desde que tenham caráter internacional ou interestadual” (art. 16, XI), “a navegação de cabotagem, só permitida esta, quanto a mercadorias, aos navios nacionais” (art. 16, XII), “os bens do domínio federal, minas, metalurgia, energia hidráulica, águas, florestas, caça e pesca e sua exploração” (art. 16, XIV) e a “unificação e standardização dos estabelecimentos e instalações elétricas, bem como



*as medidas de segurança a serem adotadas nas indústrias de produção de energia elétrica, o regime das linhas para correntes de alta tensão, quando as mesmas transponham os limites de um Estado” (art. 16, XV).*

Sobre a intervenção do Estado na Economia, o art. 135 da Carta de 1937, curiosamente, traz um texto não meramente dispositivo, mas quase doutrinário: *“Na iniciativa individual, no poder de criação, de organização e de invenção do indivíduo, exercido nos limites do bem público, funda-se a riqueza e a prosperidade nacional. A intervenção do Estado no domínio econômico só se legitima para suprir as deficiências da iniciativa individual e coordenar os fatores da produção, de maneira a evitar ou resolver os seus conflitos e introduzir no jogo das competições individuais o pensamento dos interesses da Nação, representados pelo Estado. A intervenção no domínio econômico poderá ser mediata e imediata, revestindo a forma do controle, do estímulo ou da gestão direta”*

Não obstante o “prólogo”, onde faz uma ode à livre iniciativa, o art. 135 representa uma excelente amostra da ideologia que permeou as Constituições de 1934 e 1937: o Estado é definido como um ente que tem por função, além de prover serviços básicos à população (saúde, educação e segurança, principalmente), regular o exercício das atividades econômicas pelos particulares, traçando as regras que definirão a atuação desses últimos, a fim de que essa se dê em benefício *“dos interesses da Nação”*. Finalmente, prevê-se a possibilidade de que o Estado vista a máscara de empresário, com competência para atuar diretamente, suprimindo *“as deficiências da iniciativa individual”*.

São evidentes as marcantes diferenças entre o regime dessas duas últimas Cartas e o daquelas que as precederam: nestas, o Estado era um ente ausente, que garantia os direitos individuais necessários à livre iniciativa e exploração das atividades econômicas pelos particulares, sem, no entanto, intervir de forma relevante na seara econômica. Já nas Cartas da década de 30, a concepção intervencionista do Estado ganha força, e o Estado passa de mero garantidor de direitos individuais para organizador e coordenador da atuação dos particulares na seara econômica, induzindo ou inibindo determinadas atividades, de acordo com sua visão do que seria o interesse nacional, chegando muitas

vezes a atuar diretamente como empresário, quando entendia que a atuação dos particulares não era adequada ou suficiente.

A Carta de 1946, que coroou a redemocratização do País, com o fim do Estado Novo não alterou em grande medida a concepção intervencionista do Estado na Economia, pelo contrário, fortaleceu-a. Nesse sentido, Alberto Venâncio Filho:

*“A Constituição de 1946 mantém, assim, a estrutura dos poderes do Estado, como já arquitetado na Constituição de 1934, embora se apresentasse com melhor estruturação o capítulo referente à ordem econômica e social e demonstrasse maior atenção aos problemas regionais. Nesses quatro lustros, aumentou consideravelmente a intervenção do Estado no domínio econômico, sem que, porém, a máquina estatal estivesse aparelhada para atender a essas novas necessidades. O fortalecimento do sistema de clientela, com o restabelecimento do regime representativo, provocou uma derrocada no sistema de mérito na administração federal, com o rebaixamento do nível de eficiência. Por outro lado, acelera-se o processo de descentralização funcional e de serviços, com a criação de novas autarquias, sociedades de economia mista e empresas públicas, em muitos casos, visando evitar os empecilhos apresentados pela administração centralizada do Estado, e no seio desta, surgem órgãos anômalos, como as campanhas, os serviços especiais, os grupos executivos, etc.”<sup>277</sup>*

Importante frisar que, conforme narrado pelo autor, diversas empresas públicas e Sociedades de Economia Mista federais surgiram a partir da década de 30, consequência da já mencionada concepção intervencionista do Estado. A título de exemplo, podemos citar a Companhia Siderúrgica Nacional (fundada em 1941), a Vale do Rio Doce (fundada em 1942) Petrobras (fundada em 1953), RFFSA- Rede Ferroviária Federal SA (criada em 1957), a Eletrobrás (criada em 1962) e a Telebrás (criada em 1972), dentre dezenas de outras.

---

<sup>277</sup> Ob. cit. p. 33/34.

A concepção alargada das funções estatais, mormente no que concerne à intervenção na seara econômica, foi mantida, e em muitos sentidos, reforçada, na Constituição de 1967. Sobre esse assunto, Pedro Saboya Martins:<sup>278</sup>

*“Na esteira das antecessoras, a Constituição de 1967/1969, erigida após o movimento militar de 1964, não fugiu à regra de se dedicar ao tema econômico. Adotou, de acordo com o seu artigo 157, como princípio fundamental da ordem econômica, a justiça social. Registram-se, contudo, mais seis princípios dele decorrentes, a saber,*

*“liberdade de iniciativa; valorização do trabalho como condição de dignidade humana; função social da propriedade; harmonia e solidariedade entre os fatores de produção; desenvolvimento econômico; repressão ao abuso do poder econômico, caracterizado pelo domínio dos mercados, a eliminação da concorrência e o aumento arbitrário dos lucros.””*

*A nota marcante da Emenda Constitucional n.º 01, de 1969, foi precisamente a justaposição dos princípios da justiça social e do desenvolvimento econômico como valores fundamentais da ordem econômica brasileira. Ainda acerca da Constituição de 1967 e Emenda de 1969, há certa unanimidade doutrinária no sentido de que foi aberto espaço para amplo intervencionismo estatal na economia. Consoante Bercovici, no entanto, verificou-se, na prática, o seguinte:*

*A chamada “modernização” passava pela condenação da “democracia clássica” e a hegemonia da tecnocracia. O Estado interferiu de modo cada vez mais crescente na economia, principalmente para proporcionar as condições favoráveis ao crescimento e florescimento do setor privado, particularmente estrangeiro, que obteve inúmeras facilidades de acesso ao crédito para se expandir. A estrutura empresarial do Brasil mudou durante a ditadura militar, com o seu controle nas mãos dos grandes grupos transnacionais, reforçando ainda mais a dependência estrutural da economia*

---

<sup>278</sup> MARTINS. Pedro Saboya. Constituição Econômica e Agências Reguladoras: Reflexão sobre as Agências Reguladoras e a intervenção do Estado na Economia. Dissertação (mestrado) – Universidade de Fortaleza, 2008. “Orientação : Prof. Dr. Martonio Mont'Alverne Barreto Lima. Disponível em <https://uol01.unifor.br/oul/conteudosite/F1066349775/Dissertacao.pdf>, acessado em 20 de outubro de 2010.

*brasileira. Os centros de decisão foram, em grande parte, novamente internacionalizados. A maior contradição do regime ocorria entre a política econômica de favorecimento das empresas transnacionais e os arroubos “nacionalistas” ligados à soberania e segurança nacional. A grande caracterização dessa retórica nacionalista e prática internacionalizante ocorreu durante o período expansionista do “Brasil Potência”, configurando-se na elaboração dos Planos Nacionais de Desenvolvimento.”*

Finalmente, a Carta de 1988, não obstante a contraposição com as anteriores em pontos como garantias individuais e direitos humanos, manteve a linha intervencionista, porém, deve se ressaltar, relativamente atenuada em relação à Carta que sucedeu.

A Constituição de 1988 prevê, em seu art. 170, que inaugura o título VII, que a ordem econômica e financeira será pautada pelo que se chamou de princípios da soberania nacional, propriedade privada, função social da propriedade, livre concorrência, defesa do consumidor, defesa do meio ambiente, redução das desigualdades sociais e busca pelo pleno emprego, dentre outros. Verifica-se, assim, que o legislador constitucional ao mesmo tempo em que assegura os direitos individuais na seara econômica, garantindo, por exemplo, a propriedade privada e a livre iniciativa, intervém fortemente na seara econômica, limitando de diversas formas a liberdade dos indivíduos, em prol de valores que considerada louváveis, como a distribuição de renda e a proteção aos hipossuficientes. Nem a propriedade privada, o mais prezado e básico dos direitos individuais, escapa da tutela estatal: deve atender à sua função social.

Em sua redação original, o art. 171 da Constituição previa a possibilidade de concessão de benefícios às sociedades chamadas “*de capital nacional*” consideradas como tais aquelas cujo controle fosse exercido por pessoas físicas residentes e domiciliadas no Brasil. Esse artigo foi revogado pela Emenda Constitucional n.º. 6 quando foi extinta a diferenciação entre sociedades de capital nacional ou estrangeiro, havendo somente sociedades brasileiras (constituídas no país, sob as leis brasileiras, independentemente da nacionalidade de seus sócios) e estrangeiras (constituídas em outros países).

Em relação à exploração direta de atividade econômica pelo Estado<sup>279</sup>, a Constituição de 1988, em seu artigo 173, a prevê como hipótese excepcional, dependendo dos “imperativos da segurança nacional” ou “*relevante interesse coletivo*”.<sup>280</sup> Ou seja, via de regra, a exploração de atividade econômica se dará pelos particulares, cabendo ao Estado exercer tal atividade somente quando a atuação

---

<sup>279</sup> A exploração de atividade econômica pelo Estado é uma das formas de atuação do Estado na Economia contemplada pela Constituição de 88. Sobre o tema, José Afonso da Silva leciona, na ob. cit. p. 782:

*“A Constituição já não é tão clara, como as anteriores, quanto aos modos de atuação do Estado na economia. Fala em exploração direta da atividade econômica pelo Estado e do Estado como agente normativo e regulador da atividade econômica. Quer dizer: o Estado pode ser um agente econômico e um agente disciplinador da economia. Pode-se manter, em face da atual Constituição, a mesma distinção que surtia das anteriores, qual seja a de que ela reconhece duas formas de ingerência do Estado na ordem econômica: a participação e a intervenção. Ambas constituem instrumentos pelos quais o Poder Público ordena, coordena e atua a observância dos princípios da ordem econômica tendo em vista a realização de seus fundamentos e de seu fim, já tantas vezes explicitado aqui. É importante ter em vista essas razões que fundamentam a atuação do Estado brasileiro no domínio econômico, porque, se essa atuação não é princípio do ordem econômica, não pode também ser vista como simples exceção, na medida em que tanto a iniciativa privada com a estatal se destinam ao mesmo objetivo de realização daqueles fins, princípios e fundamentos.”*

Tadeu Rabelo Pereira, in Regime (s) Jurídico (s) das Empresas Estatais que Exploram Atividade Econômica, Editora Síntese, p. 29, citando Cabral de Moncada e Alberto Venâncio Filho, identifica essas duas formas de intervenção como direta (ou institucional) e indireta (ou regulamentar): “Assim é que Cabral de Moncada propõe a distinção entre intervenção direta – o Estado assume a posição de agente produtivo, seja desempenhando o papel de empreendedor, seja adquirindo certos produtos de modo a equilibrar o mercado – e intervenção indireta – o Poder Público atua no domínio econômico exercendo as funções de fiscalização e estímulo.

Alberto Venâncio Filho, por sua vez, divide o Direito Econômico em regulamentar e institucional, cuidando o primeiro da ação do Estado na economia por meio da função normativa, ao passo que o segundo deita atenção sobre a atuação do Poder Público como sujeito do processo econômico, ou, como o próprio autor sintetiza, pode-se “antepor ao Estado como norma, Direito Regulamentar Econômico, o Estado como agente, Direito Institucional Econômico.”

No tocante à forma de atuação estatal direta na Economia, José Afonso da Silva, às fl. 783, leciona: “Instrumentos de participação do Estado na Economia são a empresa pública, a sociedade de economia mista e outras entidades estatais ou paraestatais, como são as subsidiárias daquelas.”

Assim, identificamos o instrumento de atuação estatal que nos interessa: a Sociedade de Economia Mista, uma das formas de intervenção estatal direta na Economia. Não aprofundaremos o estudo acerca das demais formas de intervenção estatal, por escapar do estreito âmbito de nosso estudo.

<sup>280</sup> Tadeu Rabelo Pereira, na ob. cit. p. 52/56, ao interpretar as hipóteses constitucionais de intervenção estatal na Economia, defende que, no tocante aos imperativos de segurança nacional, trata-se de conceito relativamente amplo, que abrange a segurança externa e interna, isso é, os “meios necessários à promoção da defesa externa do País e à garantia das suas instituições democráticas, tal como delineadas na Constituição da República.” Em relação ao relevante interesse coletivo, o autor, primeiramente, esclarece se tratar de acepção lata do termo, que se diferenciaria da noção “técnica do termo”. Tradicionalmente, “interesse coletivo” “são os interesses de grupos ou coletividades que passam a merecer proteção jurídica diferenciada”. Entretanto, o autor defende que, para justificar a intervenção do Estado na Economia, não basta que o interesse seja compartilhado por um grupo identificado de pessoas. É necessário que, além disso, esse interesse seja compartilhado por parcela relevante da população: “Parece-nos, entretanto, que a Constituição, ao referir a “relevante interesse coletivo” como fundamento da ação interventiva estatal, utilizou-se da expressão em sentido lato, apresentando apenas o interesse pertinente a uma parcela mais ou menos ampla da sociedade”. Finalmente o autor observa que o caput do art. 173 da Constituição Federal dispõe no sentido de que ambas as hipóteses de intervenção no domínio econômico serão “definidas por lei”, que poderá ampliar ou restringir essas hipóteses, detalhando as situações específicas que caracterizariam o imperativo de segurança nacional ou o relevante interesse

exclusivamente privada não atender ao interesse público. Nota-se identidade entre esse dispositivo e o art. 135 da Carta de 1937.

Alguns constitucionalistas, ao abordarem o tratamento dado pela Carta de 88 à ordem econômica, diferenciam as regras para a exploração de atividades econômicas (prevista no art. 173) das regras para a prestação de serviços públicos (previstas no art. 175). A título de exemplo, o Mestre José Afonso da Silva:

*“Tenham-se presentes essas distinções para a compreensão da natureza e limites das empresas estatais; pois sob o ponto de vista de sua função diferenciam-se em dois tipos: As prestadoras ou exploradoras de serviços públicos (como a CESP, a CEMIG, a Companhia do Metrô, a TELEBRÁS, a Rede Ferroviária Federal, etc) e as exploradoras de atividades econômica (como a PETROBRÁS, o Banco do Brasil etc). O regime jurídico dessas empresas é diferente.”*<sup>281</sup>

Efetivamente, a Constituição trata de forma diversa a exploração de atividade econômica e a prestação de serviços públicos, havendo evidente discricionariedade pelo poder público na escolha pela prestação autônoma dos serviços públicos ou pela transferência de tal atividade à iniciativa privada, por meio de concessão, delegação ou autorização<sup>282</sup>. Nesse sentido, o próprio Judiciário dá tratamento diverso às empresas estatais (Sociedades de Economia Mista e empresas públicas) conforme sejam *“prestadoras de serviços públicos”* ou *“exploradoras de atividades econômica”*.<sup>283</sup>

---

coletivo que justificaria a intervenção. Entretanto, tal lei, como muitas outras previstas na Carta, não foi editada até a presente data.

<sup>281</sup> DA SILVA, José Afonso. Curso de Direito Constitucional Positivo. 19ª Ed., Malheiros Editores, p 780.

<sup>282</sup> No mesmo sentido, Eros Roberto Grau, no artigo já citado, que diferencia as regras aplicáveis às Sociedades de Economia Mista prestadoras de serviços públicos das que exploram atividades econômicas *“strictu sensu”*. Apesar de publicado sob a égide constitucional anterior, suas lições são atuais, apesar de não concordamos com elas.

<sup>283</sup> A título de exemplo, o Superior Tribunal de Justiça possui jurisprudência consolidada no sentido de que bens de Sociedades de Economia Mista são penhoráveis, desde que essas não sejam prestadoras de serviços públicos e a constrição não venha a prejudicar essa prestação de serviços. Ver AgREsp 1075160 (Rel. Min. Benedito Gonçalves, j. em 10/11/2009, p. no DJU em 17/11/2009), REsp 521047 (Rel. Min. Luiz Fux, j. em 20/11/2003, p. no DJU em 06/02/2004), REsp 343968 (Rel<sup>a</sup>. Min<sup>a</sup>. Nancy Andrigli, j. em 05/02/2002, p. no DJU em 04/03/2002).

Entretanto, não podemos nos olvidar de que qualquer atividade exercida por uma sociedade é sempre econômica, no sentido de que deve visar o lucro, que é característica definidora dessa espécie de pessoa jurídica, consoante o art. 981 do Código Civil. Poder-se-ia - ainda que ao arripio do dispositivo legal apontado e das mais básicas lições de Direito Empresarial - advogar que nas empresas públicas, mesmo que instituídas na forma de sociedades, a economicidade de sua atividade seria mitigada, uma vez que, sendo o Poder Público o único acionista, e tendo em vista que o poder público tem como único e exclusivo norte o interesse público, o lucro não seria um fim a ser perseguido, sendo a opção pela forma societária mera questão de conveniência administrativa.

No entanto, tal concessão, no caso das Sociedades de Economia Mista é absolutamente inaceitável. O motivo é evidente: por terem, via de regra, em seus quadros sociais particulares, seu fim social não pode, absolutamente, ser desconfigurado: é o lucro, ainda que possa haver, dentro de certos limites, alguma mitigação, como será visto à frente. Assim, não há dúvidas, ainda que prestadoras de serviços públicos, as Sociedades de Economia Mista exercem atividade econômica, ou seja, devem perseguir o lucro.<sup>284</sup>

Em nosso entender, a distinção de tratamento entre as Sociedades de Economia Mista que prestam serviços públicos, decorrente de o relevante interesse público na continuidade de seus serviços não pode, em hipótese alguma, inviabilizar a economicidade de seu fim, sob pena de violação ao direito de propriedade dos acionistas privados<sup>285</sup>. Se a prestação lucrativa de serviços públicos é inviável, não deve ser

---

<sup>284</sup> Discordamos, assim, da posição de José Afonso da Silva, no que concerne a alegada inaplicabilidade absoluta dos dispositivos contidos no art. 173 da Constituição Federal às Sociedades de Economia Mista que explorem serviços públicos. Ao optar por prestar tais serviços por meio de Sociedades de Economia Mista, contando com recursos de particulares, o Poder Público deve sim seguir as regras aplicáveis às demais Sociedades de Economia Mista (que, na classificação do autor, seriam aquelas que “*exercem atividades econômicas*”), desde que não sejam incompatíveis com as especificidades próprias dos prestadores de serviços públicos. A título de exemplo, qual a justificativa para que a PETROBRAS, que “*exerce atividade econômica*” deva ter “*Conselhos de administração e fiscal, com a participação de acionistas minoritários*”, de acordo com o art. 173, §1º, IV e a CEMIG (para se utilizar os exemplos dados pelo próprio autor), que presta serviços públicos (estando, assim, sujeita ao art. 175 e não ao 173, de acordo com o autor) não? O próprio STJ entende aplicáveis às Sociedades de Economia Mista prestadoras de serviços públicos o art. 173 da CF (vide REsp 521047).

realizada com recursos de particulares, sem que haja a devida remuneração aos mesmos<sup>286</sup>.

Assim, não entendemos relevante para a análise do modelo de Governança Corporativa o fato de a Sociedade de Economia Mista prestar ou não serviços públicos<sup>287</sup>. Ao discricionariamente optar pela prestação de serviços públicos por meio de uma Sociedade de Economia Mista, valendo-se de recursos de particulares, o Poder Público está implicitamente concordando em dar àquela sociedade um fim lucrativo, que, no máximo, poderá ser mitigado em algumas situações, não se justificando tratamento diverso em relação às Sociedades de Economia Mista que não prestam serviços públicos. Assim, passaremos a abordar as Sociedades de Economia Mista, sem fazer distinção em relação à atividade por elas empreendida (se serviço público ou não), não obstante as eminentes vozes que defendem tratamento diverso entre as empresas estatais que exploram atividade econômica e aquelas que prestam serviços públicos.

---

<sup>285</sup> Essa, inclusive, é a posição de Modesto Carvalhosa, ao tratar da distinção entre as Sociedades de Economia Mista prestadoras de serviços públicos ou exploradoras de atividades econômicas: “*Essa distinção, no entanto, é meramente teórica. Na prática, o tratamento legal é idêntico, pois o art. 173, §1º da Constituição Federal de 1988 atribui a todas as sociedades mistas a exploração de atividade econômica: “A empresa pública, a sociedade de economia mista e outras entidades que explorem atividade econômica sujeitam-se ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto às obrigações trabalhistas e tributárias”* CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4º Volume, tomo I, Ed. Saraiva, 4ª Ed., p. 351/352.

<sup>286</sup> Nesse sentido, José Afonso da Silva, na ob. cit. p. 780, cita a opinião de diversos autores que entendem que a prestação de serviços públicos por particulares seria inconveniente, exatamente em razão dos potenciais conflitos entre a economicidade inerente às atividades exercidas, ainda que minoritariamente, com capital privado e a imprescindibilidade dos serviços públicos. Somos frontalmente contrários a tal tese. A vedação, *a priori*, da prestação de serviços públicos por particulares ou por Sociedades de Economia Mista desconsidera a maior eficiência do setor privado e a dificuldade de investimentos (seja pela menor disponibilidade de recursos, seja pela menor competência) do setor público (os avanços no setor de telefonia após as privatizações são um exemplo eloquente da maior capacidade gerencial e de investimento do setor privado). Sempre que viável a acomodação dos interesses privados com o interesse público, a exploração de serviços públicos pela iniciativa privada ou por Sociedades de Economia Mista nos parece preferível. E mesmo nos casos em que as atividades forem deficitárias, formas sofisticadas de parcerias entre o Poder Público e a iniciativa privada (como as Parcerias Público-Privadas) podem viabilizar a prestação dos serviços públicos de forma mais eficiente e barata pela iniciativa privada. O que não pode ocorrer, pois viola frontalmente o princípio constitucional da propriedade privada, é, sob a justificativa de que a atividade de determinada Sociedade de Economia Mista constitui um serviço público, serem simplesmente sacrificados os interesses dos acionistas privados.

<sup>287</sup> Em sentido contrário, defendendo a dualidade de regimes jurídicos a que estão sujeitas as sociedades que exploram atividades econômicas, de um lado, e as que exploram serviços públicos, de outro, ver Tadeu Rabelo Pereira, na ob. cit. p. 87/91.



## CAPÍTULO X - AS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA

Como ocorre com frequência com diversos institutos jurídicos, a origem das Sociedades de Economia Mista não pode ser identificada com segurança.

Como visto no capítulo IV, a origem de *entities* em que sócios privados e o Estado atuam em parceria está intimamente ligada à própria origem das sociedades. Com efeito, a doutrina aponta as *joint stocks companies*– controladas pelo Estado, mas com sócios privados- como a origem das sociedades anônimas, sendo que João Eunápio Borges expressamente as classifica como Sociedades de Economia Mista. Obviamente, outras formas de parceria entre o Estado e investidores particulares podem ser identificadas em períodos históricos anteriores – como vimos nas *societas publicanorum*. Porém, é importante frisar que as primeiras sociedades anônimas, de acordo com grande parte da doutrina, foram Sociedades de Economia Mista.

Porém, se existe concordância da doutrina em relação à classificação das primeiras sociedades anônimas como de Economia Mista, a recíproca não é necessariamente verdadeira, ou seja, não há absoluto consenso em relação à origem das primeiras Sociedades de Economia Mista. A título de exemplo, Theophilo de Azeredo Santos, citado por M.T. de Carvalho Britto Davis, aponta o surgimento das Sociedades de Economia Mista na Alemanha, no final do século XVIII<sup>288289</sup>.

Entretanto, a maioria autores apontam as *joint stock companies* como sendo as primeiras Sociedade de Economia Mista. Mais especificamente, a já estudada Companhia das Índias Orientais, criada na Holanda, em 20 de março de 1602, é

---

<sup>288</sup> DAVIS, M.T. de Carvalho Britto. Tratado das Sociedades de Economia Mista – A empresa estatal brasileira perante o cenário jurídico e econômico. V. I, Ed., Editor José Konfino, 1969, Rio de Janeiro, fl. 55.

<sup>289</sup> Em sentido semelhante, Paulo B. de Araújo Lima defende que, apesar das *joint stock companies* serem mais antigas, estas não teriam tratamento próprio das sociedades anônimas. Para ele, as origens das Sociedades de Economia Mista se encontram na passagem do século XIX para o século XX, nas companhias prestadoras de serviços públicos, assumidas pelo Estado em parceria com os particulares em razão da decadência do modelo de concessões. In Sociedades de Economia Mista e a Lei das SA, Rio de Janeiro, IBMEC, 1980. p. 21/24

considerada por vários autores como a primeira Sociedade de Economia Mista. Nesse sentido, Waldemar Ferreira:

*“Constituiu a Companhia das Índias Orientais inequivocadamente instituição estatal. Tem ela, nos arquivos, históricos, sua certidão de nascimento e de batismo, fixada por isso mesmo a data em que veio o mundo: 20 de março de 1602. Com aquela instituição se teve sociedade de navegação e de comércio, cujo capital se dividiu em parcelas idênticas em seu valor, representadas por títulos que se chamaram acties (ações), negociáveis na Bolsa de Amsterdão (sic), limitada a responsabilidade de seu subscritor e adquirentes ao seu valor nominal. Dotada de órgãos de deliberação, de administração e de fiscalização, sob a égide do Estado, a Companhia das Índias Orientais foi a primeira sociedade por ações ou sociedade anônima, que já existiu.*

...

*Essa Companhia das Índias Orientais, e principalmente, a Companhia das Índias Ocidentais, esta criada por lei de 3 de junho de 1621, e ainda mais caracteristicamente que aquela, não foram tão somente as primeiras sociedades anônimas, como também as primeiras sociedades anônimas de economia mista, como hoje se qualificariam e o qualificado se lhes ajusta com precisão de luva.*

*De resto, e valha o ensinamento de Émile James, esta fórmula não é nova. Sempre se admitiu que certos estabelecimentos públicos se tornassem acionistas de sociedades privadas, que porque aplicassem na compra de seus títulos disponibilidades líquidas durante algum tempo, quer porque os recebessem por donativos ou legados. A novidade está em que o Estado ou as outras grandes coletividades públicas, departamentos ou comunas, assim passassem a agir, dotando essa política sistematicamente, a fim de participar dos lucros de certas sociedades ou fiscalizar-lhes a administração. O acionariado das coletividades públicas deixou de ser processo banal de colocação momentânea de capitais a fim de converter-se em método de fiscalização ou predomínio.”<sup>290</sup>*

---

<sup>290</sup> FERREIRA, Waldemar Martins. A Sociedade de Economia Mista em seu aspecto contemporâneo. Ed. Max Limonad, São Paulo, 1956 fl. 34/35.

Em nossa opinião, a tese de que as *joint stock companies* foram, simultaneamente, as primeiras sociedades anônimas e as primeiras Sociedades de Economia Mista parece altamente convincente. Em primeiro lugar, qualquer afirmação de que as Sociedades de Economia Mista teriam surgido em momento posterior ao início do século XVII carece de sustentação, tendo em vista que a Companhia das Índias Orientais pode, inequivocadamente, ser caracterizada como uma Sociedade de Economia Mista. Qualquer dúvida que possa existir se resume à existência dessa forma de associação em momento anterior à criação da Companhia em questão.

Em relação a essa anterioridade, já vimos que a associação entre o Estado e particulares é antiga. Entretanto, a caracterização dessa associação como uma Sociedade de Economia Mista, de acordo com os critérios atualmente utilizados para caracterizá-la<sup>291</sup> – forma societária, possibilidade de livre alienação da participação pelos particulares, controle estatal, exploração de atividades econômicas, dentre outras – não nos parece ter acontecido, ao menos com base na extensa doutrina nacional e internacional consultada. Assim, consideramos possível afirmar, com certa segurança, que as Sociedades de Economia Mista, como caracterizadas atualmente, surgiram com a Companhia das Índias Orientais em 1602.

No Brasil, a História das Sociedades de Economia Mista remonta à vinda da família Real de Portugal, ocorrida em 1808, com a criação do Banco do Brasil. Nesse sentido, Waldemar Ferreira:

*“Nem bem instalada no Rio de Janeiro a Côrte Portuguesa, em consequência da invasão de Portugal, em 1807, pelas tropas napoleônicas ao comando de JUNOT, viu-se o Príncipe Regente da Coroa na contingência de fundar na sua colônia americana, então erecta em sede do Reino, foi isso por alvará de 12 de outubro de 1808, o Banco do Brasil, entre outros motivos, por não permitirem as circunstâncias do Estado que o Real Erário pudesse realizar os fundos de que dependia a manutenção da Monarquia e*

---

<sup>291</sup> Como já comentado anteriormente, existem enormes dificuldades em medir instituições do passado com a “régua do presente”, ou seja, de aplicar conceitos e critérios atuais a instituições históricas, sujeitas a um regime legal absolutamente diverso e inseridas em uma sociedade completamente diferente daquela em que os critérios foram estabelecidos.

*o bem comum de seus fiéis vassallos, sem as delongas que as diferentes partes, em que se achavam, fizessem necessárias para sua efetiva entrada.*

...

*Êsse instituto, de criação régia, e de caráter público, a despeito de construído sob a forma de sociedade privada por ações, mercê dos privilégios de que se investiu e da finalidade, que se lhe deu, poder-se-ia discutir se era de economia mista. A controvérsia, que quanto a isso pudesse suscitar-se, se desfez definitivamente com a carta régia de 22 de agosto de 1812, por via da qual a Coroa, “querendo auxiliar eficazmente o sobredito Banco, promover o concurso de novos acionistas particulares, assegurando-lhe vantajosos lucros de seus cabedais no cofre do Banco, para que o fundo capitel de um tão útil estabelecimento possa chegar a muito considerável grau de força, de opulência e de crédito, como convém aos importantes fundis de sua instituição”, deliberou entrar como acionista do Banco do Brasil.*

...

*Converteu-se a sociedade, que deveria ter apenas acionistas particulares, em sociedade de economia mista, que foi a primeira do Brasil.”<sup>292</sup>*

Com o advento das Constituições de 1934 e 1937, que, como já visto, refletiam um paradigma intervencionista no que concerne à atuação estatal, proliferaram as Sociedades de Economia Mista no país. Waldemar Ferreira cita, além da criação do Banco do Brasil, o Instituto de Resseguros do Brasil instituído por meio do Decreto-Lei 1186, de 03/04/1939. As dúvidas que existiam em relação à natureza jurídica do IRB – e que levaram Waldemar Ferreira a defender que na verdade se tratava de autarquia e não de Sociedade de Economia Mista- foram encerradas com a edição do Decreto-Lei 73 de 21 de novembro de 1966, que em seu artigo 41 expressamente caracteriza o IRB como Sociedade de Economia Mista.

---

<sup>292</sup> Ob. cit. p. 90/91.

O autor cita ainda a Companhia Siderúrgica Nacional (criação autorizada pelo Decreto-Lei nº. 3.002, em 31 de janeiro de 1941) e a PETROBRÁS - Petróleo Brasileiro S/A (cuja criação foi autorizada pela Lei 2.004, de 3 de outubro de 1953)<sup>293</sup>

Sobre a importância das Sociedades de Economia Mista como forma de possibilitar a associação entre o Poder Público e a iniciativa privada, de forma a atender a demanda por eficiência administrativa por parte do primeiro e de grandes somas de capital por parte da última, o que explica a disseminação dessas entidades no século XX, Waldemar Ferreira leciona com propriedade<sup>294</sup>:

*“A desmesurada extensão dos serviços públicos com a intervenção do Estado na produção e distribuição dos bens e serviços próprios para a satisfação das necessidades materiais do homem esbarrou diante de dois óbices de transposição difícil – a incapacidade financeira da iniciativa privada para os grandes empreendimentos e a incapacidade administrativa do Estado. Como os recursos financeiros do Estado eram e são sempre vastos e a capacidade administrativa dos comerciantes e industriais se pôs à prova no desenvolvimento da empresa privada, aqueles recursos e esta capacidade se conjugaram na sociedade de economia mista.*

*Essa aliança estava na fatalidade das coisas. Teve o estado coroadado de insucesso a sua atividade econômica exercitada com os métodos e o processo da administração pública. Quando ele percebeu que aquela atividade exigia métodos de trabalho apropriados e careci o seu aparelhamento de maleabilidade para adaptar-se*

---

<sup>293</sup> O autor aborda longamente a constitucionalidade de curioso instrumento de “captação” do qual o Governo Federal lançou mão ao criar a Petrobras: a subscrição compulsória de seu capital por particulares, por meio de tributo devido por proprietários de veículos automotores. Para uma análise pormenorizada da situação, inclusive com abordagem detalhada do posicionamento dos Tribunais a respeito, ver a obra citada, fl. 107/125.

<sup>294</sup> O Prof. Luiz Antônio Guerra trata nos seguintes termos sobre a atuação conjunta entre o Estado e particulares na exploração de atividades econômicas: “Aliás, não é de hoje que o Estado apresenta-se com dificuldades econômicas e historicamente sempre se valeu da participação da iniciativa privada na realização de seus objetivos. Desde os tempos das grandes navegações, com as viagens marítimas além mar (societas maris), na exploração de riquezas, o que justificou a ascensão da classe dos navegadores, os Reis financiavam a construção de navios e os custos de viagens exploratórias aos novos territórios, às Colônias, mediante parcerias, recebendo, em contrapartida grande parte das especiarias e metais preciosos.” in. Licitação – Direito Administrativo, Consórcio empresarial e sociedade de propósito específico, Proteção e segurança jurídica para o poder público. In Revista Jurídica, Brasília, v. 8, n. 81, p.47-61, out./nov., 2006.

*às exigências funcionais da indústria e do comércio, cuidou de mudar de rumo. E mudou. Mudando, verificou que, para a consecução de seus fins, teria que situar-se no domínio do direito privado, de molda a libertar-se da complexidade, cada dia maior, da administração pública, qual vem sendo de há muito entendida e aplicada. Liberdade de ação, liberdade de despesas, liberdade de nomeação e despedida de pessoal, sobretudo liberdade de meneio de suas contas, eis o que lhe faltava. Por tudo isso foi que ele se serviu do instrumento admirável que se achava ao alcance de sua mão – a sociedade anônima.”*<sup>295</sup>

Poder-se-ia questionar se realmente a associação entre o Estado e particulares para a viabilização de grandes obras de infraestrutura por meio de Sociedades de Economia Mista se daria exclusivamente em razão da ausência de capacidade gerencial do primeiro, uma vez que a pretensa abundância de recursos estatais não se verifica na prática. Pelo contrário, como já visto e apontado pelo Prof. Luiz Antônio Guerra, a parceria entre Estado e particulares para viabilizar as grandes navegações nos séculos XVI e XVII foi motivada, principalmente, pela escassez de recursos públicos para financiarem a empreitada. Mais recentemente, constatamos que o processo de desestatização ocorrido nos anos 90 teve como principal justificativa a absoluta ausência de capacidade estatal para realizar os necessários investimentos em infraestrutura.

Entretanto, o que nos interessa pontuar é que a escolha pela exploração de determinada atividade econômica pelo Estado em parceria com particulares por meio de uma Sociedade de Economia Mista é decisão cuja margem de discricionariedade do administrador público é limitada<sup>296</sup>. Preenchidas as condições previstas no *caput* do art.

---

<sup>295</sup> Ob. cit. p. 153/154

<sup>296</sup> Sobre a discricionariedade administrativa, a doutrina ensina que o administrador público, em alguns casos, deve tomar decisões chamadas vinculadas, sobre as quais a lei não lhe confere qualquer margem de deliberação. Em outras situações, a lei fixa limites de extensão variável, dentro dos quais o administrador pode exercer poder discricionário, de modo a atender, da melhor forma, o interesse público. A discricionariedade administrativa, entretanto, não colide com o princípio da legalidade, uma vez que é a própria lei que define os casos e os limites dentro dos quais o poder discricionário poderá ser exercido. Sobre esse tema, Celso Antônio Bandeira de Mello:

*“No interior das fronteiras decorrentes da dicção legal é que pode vicejar a liberdade administrativa.*

*A lei, todavia, em certos casos, regula dada situação em termos tais que não resta para o administrador margem alguma de liberdade, posto que a norma a ser implementada prefigura antecipadamente com rigor e objetividade absolutos os pressupostos requeridos para a prática do ato e o*

173 da Carta<sup>297</sup>, o administrador público pode optar por explorar tal atividade por meio de uma Sociedade de Economia Mista ou não. Pode, obviamente, entender que é mais conveniente que a exploração se dê diretamente pelo Estado, por uma empresa pública ou mesmo por meio de uma sociedade privada, escolhida por meio de processo licitatório. Porém, se decide pela exploração por meio de uma Sociedade de Economia Mista, deve fazê-lo de acordo com a Constituição e com a legislação. O poder discricionário do administrador público, nesse caso, se limita à escolha da forma mais adequada para que a atividade econômica seja explorada. Escolhida, a exploração deve se dar nos moldes fixados pelo legislador.

Podemos afirmar, logo, que, ao decidir por explorar determinada atividade econômica por meio de Sociedade de Economia Mista, o Estado está reconhecendo a conveniência, a fim de que seja atendido um “*imperativo de segurança nacional*” ou um “*relevante interesse coletivo*”, de que aquela atividade seja explorada por meio de uma parceira entre o Estado e o setor privado. Ora, ainda que a exploração dessa atividade pelo Estado seja conveniente, esta poderia se dar exclusivamente com recursos públicos, por meio de uma empresa pública ou mesmo diretamente pelo ente estatal. Ao decidir por explorar atividade econômica por meio de Sociedade de Economia Mista, o Estado transmite duas mensagens claras: a exploração por meio de uma sociedade controlada pelo Estado, daquela atividade econômica, em si, é conveniente para que seja atendido o interesse público. E é também conveniente que essa exploração, a fim de que o mesmo interesse público seja atendido, se dê por meio de uma parceria com o setor privado, consubstanciada na Sociedade de Economia Mista.

---

*conteúdo que este obrigatoriamente deverá ter uma vez ocorrida a hipótese legalmente prevista. Nestes lanços diz-se que há vinculação e, de conseguinte, que o ato a ser expedido é vinculado.*

*Reversamente, fala-se em discricionariedade quando a disciplina legal faz remanescer em proveito e a cargo do administrador uma certa esfera de liberdade, perante o que caber-lhe-á preencher com seu juízo subjetivo, pessoal, o campo de indeterminação normativa, a fim de satisfazer no caso concreto a finalidade da lei.*

*Não se há de pensar – advertiu a sabendas André Gonçalves Pereira – que a discricionariedade resulta da ausência de lei, posto que, contrariamente, ela procede da própria disciplina normativa, a dizer, da maneira pela qual se regula dada situação.*

...

*Em face do quanto se expões, pode-se conceituar discricionariedade nos seguintes termos:*

*Discricionariedade é a margem de “liberdade” que remanesça ao administrador para eleger, segundo critérios consistentes de razoabilidade, um, dentre pelo menos dois comportamentos, cabíveis perante cada caso concreto, a fim de cumprir o dever de adotar a solução mais adequada à satisfação da finalidade legal, quando, por mandamento, dela não se possa extrair objetivamente, uma solução unívoca para a situação vertente.” (ob. cit. p. 810/821).*

<sup>297</sup> “quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo”

Logo, discordamos frontalmente de certas correntes doutrinárias, principalmente administrativistas, que pregam – aberta ou veladamente- que o sócio privado de Sociedade de Economia Mista seria um “homem de palha”, ou um sócio de “segunda classe”, e deveria ter seus interesses subordinados aos caprichos do controlador estatal, sob a etérea e subjetiva justificativa do atendimento ao interesse público, que pode assumir, na prática, qualquer feição. Como veremos no próximo capítulo, desde que cumpridas as regras específicas que regulam as Sociedades de Economia Mista, que em alguns casos efetivamente a diferenciam – e muito- das sociedades privadas, os sócios privados e o controlador estatal estão em pé de igualdade, podendo o último ser responsabilizado por danos ilicitamente infligidos aos primeiros.

Concluimos, portanto, que sempre que o Estado optar por explorar atividade econômica por meio de Sociedade de Economia Mista (existem diversas outras formas de fazê-lo, seja com recursos próprios seja também em parceria com o setor privado, como por exemplo as parcerias público-privadas e fundos de investimento em infraestrutura) estará reconhecendo a importância e imprescindibilidade dos recursos privados para que seja atendido o interesse público envolvido com a exploração de determinada atividade econômica, o que torna absolutamente insustentável qualquer posição que despreze a importância dos acionistas privados e do necessário retorno financeiro de seus investimentos.

Voltando às Sociedades de Economia Mista criadas na primeira metade do século XX, é interessante mencionar que, na época em que as sociedades mencionadas - e muitas outras - surgiram não havia uma definição jurídica do instituto, ou seja, não havia segurança a respeito da definição do que seriam as Sociedades de Economia Mista. Pontes de Miranda, citado por Waldemar Ferreira, aborda a questão:

*“O conceito de sociedade de economia mista é de economia e de finanças, não é, propriamente, conceito de direito – alude à participação estatal na formação do capital, como sócio ou acionista, e como administrador, ou nomeante de administradores. Nem tôdas as sociedades de tal tipo são do mesmo grau de participação estatal: algumas têm o seu capital em parte de capital, que corresponde a ações de particulares, e parte de capital, que corresponde a dois terços ou à maioria de*



*ações pertencentes ao Estado, inalienáveis, impenhoráveis e incedíveis essas ações; outras, em que o Estado não exige, sequer, a maioria, e se satisfaz e com certo número de ações, com intervenção na escolha de diretor e veto, ou, até, não se estabelece qualquer intervenção e só se asseguram vantagens à entidade política; outras, em que o Estado apenas se reserva certo controle da administração técnica. Há toda uma escala de formas possíveis. Se o Estado permite certo exercício de imperium, já não se trata de sociedade anônima de direito privado; mas de entidade autárquica ou paraestatal.”<sup>298</sup>*

Verificamos, assim, que à época não havia qualquer critério na forma como se daria a participação estatal nas Sociedades de Economia Mista. Este poderia ser acionista majoritário, minoritário ou mesmo não ser acionista, tendo apenas poderes excepcionais de intervenção na sua gestão, sendo que essas questões não eram tratadas de forma sistematizada ou uniforme, mas sim casuisticamente, pelas próprias leis instituidoras dessas sociedades. Nesse sentido, Modesto Carvalhosa, ao comentar a antiga lei das sociedades anônimas:

*“O diploma de 1940 nada dispunha sobre as Sociedades de Economia Mista, não obstante diversas delas já existissem à época. Estas, como, v.g., o Banco do Brasil e os bancos estaduais, eram especialmente tratadas nas leis e decretos que as instituíram, sem que nenhuma regra geral se estabelecesse em torno dessas companhias estatais. As respectivas leis e decretos cuidavam, em cada caso, de derogar parcialmente o regime de organização das sociedades anônimas para impor regras próprias, seja na formação de seu capital, seja na nomeação de seus diretores, ou ainda outras regras estatutárias.”<sup>299</sup>*

A Sociedade de Economia Mista era, assim, um conceito *sui generis*, utilizado para classificar uma gama enorme de possíveis associações entre o poder público e a iniciativa privada para a exploração de atividades econômicas<sup>300301</sup>, dando, assim,

---

<sup>298</sup> Ob. cit. p. 105/106.

<sup>299</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4º Volume, tomo I, Ed. Saraiva, 4ª Ed., p. 347.

<sup>300</sup> Exemplificando as dificuldades envolvidas com a conceituação das Sociedades de Economia Mista à época, Carvalhosa, às fl. 352/354 cita estudo de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, anterior ao Decreto-

enorme liberdade ao Poder Público para intervir, da maneira que entendesse mais adequada, na Economia, em parêntese com particulares. Em razão disso, eram comuns na época, e isso se verifica na obra de Waldemar Ferreira, as discussões a respeito da caracterização de determinada entidade como uma Sociedade de Economia Mista ou não. Isso decorria da ausência de definição legal dos limites e regras norteadoras da atuação conjunta entre o Estado e particulares em determinada atividade econômica por meio de Sociedades de Economia Mista. Sobre esse período, leciona Fran Martins:

*“No Brasil, durante um longo período, apenas a doutrina e raras regras esparsas na legislação caracterizava, as associações em que o Estado interferia nas atividades econômicas, revestido da forma de sociedade privada. Para tanto, levava-se em consideração não apenas a união de capitais públicos com capitais particulares, e talvez principalmente, a influência que o poder público exercia em tais sociedades, através dos seus administradores. Daí estudiosos dizerem que, apesar de, em certas sociedades, haver união de capitais públicos com capitais privados, constituem as mesmas, na realidade, sociedades estatais pois, através delas, o Estado exerce seu dever de defesa dos interesses coletivos. Outros mestres, contudo, defendem a tese de que as sociedades em que participam pessoas outras que não as de direito público devem ser consideradas sociedades privadas, regendo-se, portanto, pelas regras que regulam as atividades dessas sociedades.”*<sup>302</sup>

---

Lei 200/1967 - que será analisado a seguir - onde são elaboradas quatro correntes doutrinárias a respeito do conceito de Sociedade de Economia Mista. A primeira as caracterizaria pela simples associação entre capitais públicos e privados; a segunda, pela associação de capitais qualificada pelo exercício de atividades gerenciais pelo sócio Estatal; a terceira corrente considera necessária, além da associação de capitais e do controle estatal, a existência de um interesse público objeto a ser explorado pela sociedade; e finalmente, a quarta corrente, segundo a qual a Sociedade de Economia Mista seria aquela criada por lei como tal, independentemente de suas demais características. Como veremos, as dúvidas a respeito da conceituação das Sociedades de Economia Mista foram superadas pelo Decreto-Lei 200/1967, que trouxe conceito legal dessa e de outras entidades da Administração.

<sup>301</sup> Também Paulo B. de Araújo Lima aponta a dificuldade na conceituação das Sociedades de Economia Mista, citando o posicionamento de alguns autores que as consideravam um conceito econômico, e não jurídico, situação que, em nossa opinião, mudou completamente com a edição do Decreto-Lei 200/1967: *“Assim é que se antes, à exceção de uns poucos, os autores, de um modo geral, sustentavam que a economia mista deveria ser criada em lei, estar sob o controle do Poder Público e desempenhar um serviço público, após o término da Segunda Grande Guerra, em vista da multiplicidade de maneiras de o Estado intervir na atividade econômica, até pela característica de uma economia do pós guerra, muitos passaram a afirmar que a sociedade mista era um fenômeno econômico – a dupla origem dos aportes monetários- e não jurídico. A economia mista era, pois, uma sociedade em que Estado e particulares participavam lado a lado do empreendimento. Não tardou, porém, a reação de expressiva maioria de autores que considerava a mera participação do Estado como um simples placement d’argent.”* Ob. cit. P. 28/29.

A dúvida a respeito da perfeita caracterização das Sociedades de Economia Mista foi extinta com o Decreto-Lei nº. 200 de 1967, que dispõe acerca da organização da Administração Federal, e conceitua, sem margem para dúvidas, as Sociedades de Economia Mista federais em seu artigo 5º, III:

*Art. 5º Para os fins desta lei, considera-se:*

...

*III - Sociedade de Economia Mista - a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta.*

O Decreto em questão solucionou as grandes dúvidas a respeito da natureza das Sociedades de Economia Mista. Esclareceu que sua personalidade jurídica é de Direito Privado (superando as dúvidas apontadas por Waldemar Ferreira e Pontes de Miranda a respeito da caracterização da natureza de determinado ente como sendo entidade autárquica ou paraestatal, de um lado, ou Sociedade de Economia Mista de outro, dependendo “*se o estado permite certo exercício de imperium*”<sup>303</sup>), que terá objeto necessariamente a exploração de atividade econômica, que será constituída como sociedade anônima e que a maioria do capital votante necessariamente deve estar nas mãos da União ou da Administração Indireta.

O decreto em questão - que se encontra em vigor até hoje, tendo sido, no que concerne à caracterização das Sociedades de Economia Mista, recepcionado pela Constituição de 1988 - cuidou também de definir a figura da empresa pública, que se diferencia da Sociedade de Economia Mista pela divisão de seu capital (que deve pertencer exclusivamente à União), pelas circunstâncias qualificadoras da atividade econômica que pode exercer (a excepcionalidade da exploração de atividade econômica por empresa pública fica clara quando o decreto dispõe que deverá se tratar de atividade

---

<sup>302</sup> MARTINS, Fran. Comentário à Lei das Sociedades Anônimas, 4ª Ed., Ed. Forense, 2010, p. 970.

<sup>303</sup> Ob. cit. p. 106.

“que o Governo seja levado a exercer por força de contingência ou de conveniência administrativa”, o que não ocorre com a Sociedade de Economia Mista) e pela forma societária que pode adotar (a empresa pública, diferentemente da Sociedade de Economia Mista pode adotar “qualquer das formas admitidas em direito”).

Como dito, a Carta de 1988 recepcionou o Decreto-Lei nº. 200 de 1967<sup>304</sup>, estando vigentes as características das Sociedades de Economia Mista lá definidas, ao menos no que concerne às sociedades federais. A par das regras sobre a intervenção estatal na Economia, analisadas no capítulo anterior, a Constituição, em seu artigo 173, §1º, traz disposição que influencia sobremaneira no funcionamento das Sociedades de Economia Mista, ao prever que “A lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços”, passando então, a dispor a respeito dos pontos que devem ser abordados por tal lei: sua função social e formas de fiscalização pela sociedade (I); a sujeição ao regime próprio das empresas privadas (II); licitações (III); Conselho de Administração e Fiscal (IV), mandato, avaliação de desempenho e responsabilidade dos administradores.

Como se vê, a Constituição prevê a edição de legislação infraconstitucional que seria verdadeiro “Código das Sociedades Estatais”, e que, dessa forma, trataria de forma sistematizada, do funcionamento das Sociedades de Economia Mista e empresas públicas. Entretanto, tal legislação não foi editada até a presente data, não havendo lei específica que trate do funcionamento dessas sociedades. Assim, o regramento jurídico das Sociedades de Economia Mista é uma verdadeira “colcha de retalhos”, sendo regida por dispositivos constitucionais auto-aplicáveis, dispositivos contidos em leis que regulam a Administração Pública em geral e dispositivos aplicáveis às sociedades “privadas”.

Em relação aos dispositivos constitucionais autoaplicáveis, o §1º do art. 173, apesar de formalmente listar os aspectos que devam ser objeto de legislação infraconstitucional, em nossa opinião estabelece regras cogentes para as Sociedades de

---

<sup>304</sup> Modesto Carvalhosa, no ob. cit. p. 348, reforça esse entendimento, ao dizer que as disposições do Decreto-Lei 200/1967 continuam em vigor, uma vez que a Lei de Sociedades Anônimas não cuidou de conceituar as Sociedades de Economia Mista.

Economia Mista, independentemente da edição da mencionada legislação, servindo, como aponta Tadeu Rabelo Pereira, como um limitador da ação do legislador infraconstitucional, que não poderá se afastar desses princípios e regras quando – e se vier a editar a lei referida no *caput* do artigo. De qualquer modo, independentemente da edição da mencionada lei, entendemos que diversos pontos listados no §1º do art. 173 podem perfeitamente ser aplicados desde já, sendo, em nossa opinião, autoaplicáveis, e, portanto, de observância obrigatória.

Em primeiro lugar, a Carta menciona, sobre as Sociedades de Economia Mista e empresa públicas, “*sua função social*”. Trata-se de redação que, implicitamente, toca em ponto crucial de nosso estudo: as Sociedades de Economia Mista possuem uma função social qualificada, própria, que não se confunde com o interesse público “geral” (chamado de primário pela doutrina). Esse ponto será objeto de análise detalhada à frente.

Em seu inciso segundo, o art. 173 §1º determina que a lei a ser editada deveria prever a sujeição das Sociedades de Economia Mista ao regime próprio das empresas privadas, “*inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários*”. Em relação a esse ponto, o §2º do mesmo artigo prevê que “*as empresas públicas e as sociedades de economia mista não poderão gozar de privilégios fiscais não extensivos às do setor privado.*” Entendemos que a Constituição é clara o suficiente a respeito da equiparação das Sociedades de Economia Mista às sociedades privadas no que concerne ao regime jurídico a que estão sujeitas, devendo as Sociedades de Economia Mista, via de regra, e, obviamente, na ausência de norma em contrário, se sujeitar às mesmas regras e obrigações que suas congêneres privadas.

Outro ponto interessante a ser mencionado é a extensão, pelo §1º do art. 173 da Carta, às Sociedades de Economia Mista estaduais e municipais, da obrigatoriedade, já existente em relação às sociedades federais, de constituição sob a forma de sociedades anônimas. Como visto, o Dec-lei 200/67 expressamente determina às Sociedades de Economia Mista federais que assumam a forma de sociedades anônimas. O §1º do art. 173, implicitamente, faz o mesmo em relação a todas as Sociedades de Economia Mista, independentemente da esfera do Poder Público a que sejam subordinadas.

Na primeira parte do inciso IV, o dispositivo em questão faz menção aos Conselhos de Administração e Fiscal, sabidamente figuras próprias das sociedades anônimas. Se há previsão na Carta a respeito desses Conselhos no âmbito das Sociedades de Economia Mista, nos parece claro que estas deverão ser sociedades anônimas. Não estamos aqui afirmando que somente as anônimas podem possuir tais Conselhos, uma vez que outros tipos societários podem fazê-lo, mas por meio da aplicação subsidiária da Lei de Sociedades Anônimas. Assim, uma sociedade limitada pode perfeitamente criar tais Conselhos, porém, é inquestionável que se trata de uma apropriação de conceitos típicos das sociedades anônimas. A menção a tais Conselhos é um forte indicativo de que o legislador constitucional desejou que as Sociedades de Economia Mista assumissem a forma de sociedades anônimas.

Entretanto, no mesmo inciso há menção expressa à participação dos acionistas minoritários nesses Conselhos. Ora, se poderia haver dúvida em relação à intenção do legislador no tocante à forma societária que devem assumir as Sociedades de Economia Mista, esta não resiste à menção expressa feita aos seus acionistas minoritários. A figura do acionista é, na prática, exclusiva<sup>305</sup> das sociedades anônimas, que têm seu capital social dividido em ações, por eles detidas, nos termos do art. 1º da Lei de Sociedades Anônimas. Assim, acionista é o sócio de uma sociedade anônima, da mesma forma como o cotista é o sócio de uma sociedade limitada. Logo, ao mencionar os acionistas minoritários das Sociedades de Economia Mista, entendemos que a Carta está adotando o entendimento já vigente para as sociedade federais e ampliando-o às demais, e estabelecendo a regra geral segundo a qual todas as Sociedades de Economia Mista necessariamente devem ser sociedades anônimas. Se não fosse essa a intenção do legislador constitucional, deveria ter se referido aos minoritários como sócios, e não acionistas. Ao fazê-lo nesses termos, estabeleceu a necessidade de que os minoritários sejam acionistas, o que só pode ocorrer se a Sociedades de Economia Mista forem necessariamente sociedades anônimas.

---

<sup>305</sup> Na verdade, também as sociedades em comanditas por ações, regidas pelos artigos 1090 a 1092 do Código Civil, possuem seu capital dividido em ações, e, assim, possuem acionistas. Entretanto, por ser um tipo societário praticamente inexistente, e absolutamente incapaz de viabilizar a associação entre capitais privados e públicos típica da Sociedade de Economia Mista, não consideramos plausível o entendimento de que a Carta teria autorizado a criação de Sociedades de Economia Mista na forma de sociedades em comandita por ações.

Assim, com o advento da Constituição de 1988, as Sociedades de Economia Mista vinculadas a todos os níveis de Governo necessariamente devem adotar a forma de sociedades anônimas, regra que já vigia para as federais desde o Dec-lei 200/67.<sup>306</sup> Trata-se de disposição em todo salutar, uma vez que as anônimas oferecem a estrutura mais adequada aos grandes empreendimentos (que caracterizam as Sociedades de Economia Mista) possibilitando ainda uma melhor fiscalização em razão da publicidade inerente aos atos das anônimas, seja por parte dos acionistas minoritários seja por parte dos diversos órgãos de controle da sociedade, que possuem legítimo interesse no funcionamento das Sociedades de Economia Mista. Voltaremos a essa questão em breve.

As demais disposições do §1º do art. 173, apesar de fornecerem uma indicação em certa medida clara a respeito do desejo do Constituinte em relação às Sociedades de Economia Mista, não podem, em nossa opinião, ser consideradas autoaplicáveis. A título de exemplo, o artigo prevê que a legislação infraconstitucional regulará a constituição e funcionamento dos Conselhos de Administração e Fiscal das Sociedades de Economia Mista, além de outros aspectos relacionados a seus administradores. Entretanto, não fornece elementos mínimos para permitir um tratamento diferenciado às Sociedades de Economia Mista em relação às sociedades privadas no tocante a esses pontos.

Assim, na ausência de legislação específica, além dos dispositivos constitucionais já indicados, as Sociedades de Economia Mista são regidas, de um lado, por alguns dispositivos esparsos, e, por outro, pela legislação aplicável às companhias privadas.

---

<sup>306</sup> Esse é o entendimento, por exemplo, de Fran Martins, que considera que as Sociedades de Economia Mista necessariamente devam assumir a forma de sociedade anônima: “*A interferência do Estado no campo das atividades econômicas se faz de duas modalidades: ou o próprio Estado cria entidades, dá-lhes uma organização, fornece o capital sozinho, explora determinado setor das atividades econômicas – nas chamadas empresas públicas – ou se associa a particulares, contribuindo com a maioria do capital para, sob a forma de sociedade anônima, nas sociedades de economia mista, explorar um ramo de atividades. Em ambos os casos, pelo fato de sua presença decisiva num empreendimento, o Estado passa a ter regalias especiais; essas regalias são mais destacadas nas sociedades de economia mista em que, apesar de adotada uma forma societária privada – a da sociedade anônima-, o Estado procura usufruir de certas vantagens que não se estendem aos particulares, apesar de, em termos de economia, a contribuição do Estado não divergir da dos indivíduos.” Comentário à Lei das Sociedades Anônimas. Fran Martins, 4ª Ed., Ed. Forense, 2010, p. 970.*

Em relação aos dispositivos legais esparsos, ressaltamos o já mencionado artigo 5º do Decreto-Lei 200 de 1967, que traça as feições básicas das Sociedades de Economia Mistas federais. Além desse artigo, existe regulamentação específica das Sociedades de Economia Mista na Lei das Sociedades Anônimas, nos artigos 235 a 240.

No artigo 235, prevê-se a sujeição das sociedades anônimas de Economia Mista à Lei de Sociedades Anônimas, às disposições específicas de lei federal e às normas da CVM, no caso de Sociedades de Economia Mista abertas.

O caput do art. 235, em consonância com o art. 5º do Decreto-Lei 200 e com o art. 173, IV da Constituição Federal, determina que as sociedades anônimas de Economia Mista se sujeitam à Lei de Sociedades Anônimas, com excetuadas as disposições legais específicas. No tocante às Sociedades de Economia Mista, como já visto, estas deverão obrigatoriamente adotar a forma de sociedades anônimas. Assim, podemos afirmar que todas as Sociedades de Economia Mista se sujeitam à Lei de Sociedades Anônimas, independentemente da esfera de Governo a que se sujeitem. A redação do dispositivo legal – que considera possível que existam Sociedades de Economia Mista que não se sujeitem à Lei de Sociedades Anônimas- se explica pela anterioridade dessa lei em relação à Constituição de 1988, que, como visto, estendeu às Sociedades de Economia Mista vinculadas a outras esferas a necessidade de adoção da forma societária anônima, já vigente para as mistas federais desde a edição do Dec-Lei 200/67.

No parágrafo segundo do art. 235 prevê-se que as sociedades nas quais as sociedades anônimas de Economia Mista tiverem participação majoritária ou minoritária “*estão sujeitas ao disposto nesta Lei, sem as exceções previstas neste Capítulo*”.

Em relação ao parágrafo segundo, duas conclusões são possíveis: a primeira, a respeito da qual não paira dúvida em nossa opinião, diz respeito à natureza das demais sociedades nas quais as sociedades anônimas de Economia Mista tenham participação, majoritária ou não. Estas não são necessariamente Sociedades de Economia Mista, e estão, *a priori*, inteiramente sujeitas às regras aplicáveis às sociedades privadas, não se



aplicando a elas as regras específicas das Sociedades de Economia Mista contidas na Lei de Sociedades Anônimas ou na Constituição Federal. Daí a parte final do §2º: “*sem as exceções previstas neste Capítulo*”.

Em longo estudo a respeito do tema, a Comissão de Valores Mobiliários<sup>307</sup>, adotou o entendimento de que, uma vez que as Sociedades de Economia Mista dependem de lei para serem criadas, o simples fato de uma sociedade ter outra sociedade, esta de Economia Mista (que integra a Administração Indireta) em seu quadro acionário, ainda que com posição majoritária, não a transformaria também em uma Sociedade de Economia Mista. Para isso, seria necessária autorização legislativa para a criação de uma nova Sociedade de Economia Mista. Em outras palavras, considerou-se possível que as Sociedades de Economia Mista tenham participação em outras sociedades sem que essas últimas sejam também Sociedades de Economia Mista, o que dependeria de autorização legal, como será visto<sup>308309310</sup>. Confira-se às fl. 10:

---

<sup>307</sup> Parecer CVM/SJUN/nº. 035-30.11.88

<sup>308</sup> No parecer se discute se seria necessária lei específica para a criação de cada subsidiária ou se seria possível uma autorização geral, que permitiria à Sociedade de Economia Mista criar subsidiárias, também de Economia Mista. A conclusão do parecer - sustentada na constatação de que algumas lei que autorizaram a criação de Sociedades de Economia Mista já continham autorização para que fossem criadas novas Sociedades de Economia Mista controladas por ela - foi de que a autorização geral seria possível. Concordamos inteiramente com essa conclusão, uma vez que entendimento contrário seria eivado de injustificável formalismo, incompatível com o exercício de atividades econômicas pelas Sociedades de Economia Mista. Essa é também a opinião de Modesto Carvalhosa, na ob. cit. p. 385/387. Finalmente, nesse sentido decidiu o Supremo Tribunal Federal, no julgamento da Ação Direta de Inconstitucionalidade nº. 1649-1/DF, Rel. pelo Min. Maurício Corrêa, que no julgamento da Medida Cautelar interposta na mencionada ADI decidiu, *in verbis*: “*Instituída a sociedade de economia mista (CF, art. 37, XIX) e delegada à lei que a criou permissão para a constituição de subsidiárias, as quais poderão majoritariamente ou minoritariamente associar-se a outras empresas, o requisito da autorização legislativa (CF, art. 37, XX) acha-se cumprido, não sendo necessária a edição de lei especial para cada caso.*”

<sup>309</sup> Esse entendimento é reforçado pelo posicionamento de diversos autores no sentido de que não basta o controle estatal para que uma sociedade seja caracterizada como de Economia Mista ou empresa pública, sendo necessário que estas cumpram os demais requisitos legais para que essa caracterização ocorra. Nesse sentido, o Ministro Eros Roberto Grau, que defende que as Sociedades de Economia Mista e empresas públicas são apenas uma parcela das companhias em que o Estado possui participação. Confira-se: “*“Empresas estatais” ou “empresas sob controle do Estado”, portanto, são expressões que designam noção ampla, que engloba não apenas as “sociedades de economia mista” e as “empresas públicas”, tal como definidas pelo direito positivo, mas também as demais empresas que, embora sob controle do Estado - e, por isso, estatais- com aquelas não se confundem*”. GRAU, Eros Roberto. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N. 55, Julho a Setembro de 1984, p. 36, Editora Revista dos Tribunais.

<sup>310</sup> Para uma análise detalhada dessa questão, ver STUBER, Walter Douglas. Natureza Jurídica da Subsidiária de Sociedade de Economia Mista, na Revista de Direito Administrativo, V. 150, outubro a dezembro de 1982, Ed. Fundação Getúlio Vargas.

*“Assim, a doutrina vem entendendo que também as subsidiárias de sociedades de economia mista, para que a elas se estenda o tratamento especial concedido às sociedades mães, devem ser qualificadas legalmente como tal e para isso exige-se a observância de criação autorizada em lei”*

Hely Lopes Meirelles, citado no parecer às fl. 11, resume a questão de forma definitiva:

*“... é empresa privada, em sentido estrito, simples sociedade anônima, em que pese a participação majoritária no seu capital votante da Telecomunicações Brasileira S/A – TELEBRÁS, da qual é subsidiária ou sociedades controlada, nos termos do §2º do art. 243 da Lei 6.404/76, de vez que a mera detenção das ações com direito a voto, por uma sociedade de economia mista, não confere a outra companhia a mesma natureza jurídica do acionista majoritário, pois lhe faltaria o principal requisito, qual seja o da criação por lei, nos termos do Decreto-lei n.º. 200/67 e ainda porque a própria Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76) retirou as sociedades assim constituídas do rol das de economia mista, ao excluí-las das disposições contidas nos seus arts. 235 a 242, específicos para estas últimas”*

Obviamente, nada impede que uma sociedade qualquer na qual uma Sociedade de Economia Mista tenha participação seja também uma Sociedade de Economia Mista (considerando que o Decreto-Lei 200/67 expressamente admite que as Sociedades de Economia Mista tenham seu controle detido pelo Estado ou por integrantes da Administração Indireta, conjunto no qual as Sociedades de Economia Mista são incluídas). Porém, para que isso ocorra, é necessário que todos os requisitos para a criação de uma Sociedade de Economia Mista sejam cumpridos, destacando-se que, nesse caso, a subsidiária deve ser uma sociedade anônima; o controle deve ser exercido pela Sociedade de Economia Mista “mãe” e deve haver lei (específica ou geral) autorizando a sua criação.

Nos casos em que a Sociedade de Economia Mista participar como sócia de outra e esses requisitos não sejam cumpridos (seja porque a sociedade cuja participação é detida por sociedade de Economia Mista é uma sociedade limitada; seja porque a

participação da Sociedade de Economia Mista no capital da outra sociedade é minoritária, o que é expressamente admitido pelo §2º do art. 235 da Lei de Sociedades Anônimas; seja porque inexistente lei autorizando a criação de uma nova Sociedade de Economia Mista), a sociedade na qual a Sociedade de Economia Mista detiver participação não terá a mesma natureza de sua sócia<sup>311</sup>, aplicando-se, assim, o disposto no §2º do art. 235 da Lei de Sociedades Anônimas, cuja melhor interpretação pode ser resumida da seguinte forma: uma sociedade na qual outra sociedade, esta última de Economia Mista, tenha participação, não é necessariamente uma Sociedade de Economia Mista (via de regra será uma sociedade “comum”, sujeita, sem exceção, à legislação que regula as sociedades privadas); porém, nada impede que, desde que cumpridos todos os requisitos legais, a subsidiária seja também de Economia Mista (quando, obviamente, se aplicarão a ela os dispositivos próprios dessas sociedades).<sup>312313314315316</sup>

---

<sup>311</sup> Obviamente, o fato de as sociedades que possuam como sócias Sociedades de Economia Mista serem sociedades privadas não afasta o eventual controle a ser exercido pelos órgãos encarregados de fiscalizar a utilização de recursos públicos, uma vez que, de uma forma ou de outra, estes estarão presentes nessas sociedades. Essa fiscalização, em nosso entender, deve se limitar à regularidade dos aportes de valores feitos na mesma pela sua sócia de Economia Mista, ou seja, a fiscalização se limita à regularidade do investimento feito na sociedade privada, não podendo ser objeto de escrutínio o seu funcionamento interno e seus negócios, uma vez que se trata de sociedade privada, sobre a qual, em nenhum aspecto, incide o regime jurídico-administrativo, por não pertencer à Administração direta ou indireta.

<sup>312</sup> Nesse sentido se posiciona Modesto Carvalhosa, às fl. 362 da ob. cit.: “*Não se aplica, pois, o direito administrativo em se tratando de sociedade não criada por lei, apesar de controlada por sociedade de economia mista. Aplica-se tão-somente o direito privado e, assim, a lei societária e as demais leis comerciais e civis. Nelas o interesse público deverá sujeitar-se ao fim lucrativo da empresa privada (art. 2º).*”

...

*Não se pode acolher, outrossim, a idéia de sociedades de economia mista de “segundo grau”, isto é, consideradas mistas pelo simples fato de serem controladas por outra sociedade de economia mista. A questão ficou definida no sentido de que a qualificação de ‘sociedade de economia mista’ somente pode ser concedida a pessoa jurídica criada por lei, em razão, portanto, de prévia e específica autorização legal”*

...

*A participação de uma sociedade de economia mista no capital de outra sociedade não reveste esta última de tal natureza, não sendo ela, em consequência, sociedade vinculada à administração indireta.*

O autor ainda cita posicionamento nesse sentido do Supremo Tribunal Federal, no julgamento do RE 91035/RJ.

<sup>313</sup> Nesse sentido, inclusive precedente do Tribunal de Justiça de Minas Gerais: AGRAVO DE INSTRUMENTO. AÇÃO DE PRESTAÇÃO DE CONTAS. BEMGE. CRÉDITO CEDIDO À MGI. SOCIEDADE ANÔNIMA COM PARTICIPAÇÃO DO ESTADO NO CAPITAL SOCIAL. COMPETÊNCIA. VARA CÍVEL. A mera participação do Estado no capital social de sociedade anônima não a torna uma Sociedade de Economia Mista, pois, nos termos do art. 37, XIX, da CR/88, somente por lei específica pode ser autorizada a instituição de Sociedade de Economia Mista. Compete ao Juízo Cível processar e julgar as causas envolvendo pessoa jurídica de Direito Privado. (Agravo de Instrumento nº. 2.0000.00.484620-0/000, Relª. Desª. Selma Marques, j. em 06/04/2005, p. no DJMG em 21/04/2005.

---

<sup>314</sup> Também Waldemar Martins Ferreira, na ob. cit. p. 132/133, defende essa tese, devendo-se frisar que se trata de obra editada em data anterior à edição do Dec-lei 200/67, quando vigoravam as já analisadas dúvidas a respeito da exata caracterização das Sociedades de Economia Mista: “*Não se podem qualificar como de economia mista as sociedades privadas como tais organizadas pelo simples efeito da intromissão nelas, transitória ou permanentemente, de pessoas jurídicas de direito público interno.*”

...

*Em casos tais, conclui Júlio Arias, não se pode falar de economia mista, senão de simples inversão de capitais públicos em empresa econômica; e essa inversão não outorga mais direitos que o da participação nos lucros da empresa e em sua administração por efeito dos direitos de sua participação capitalística decorrentes e que lhe compitam na assembléia geral dos acionistas. O Estado, argumentou, como simples acionista, pode obrar da mesma maneira que os bancos privados a respeito das empresas que controla. A verdadeira sociedade de economia mista emerge, pelo contrário, de acordo de vontades, que é expressão de situação de direito desde o princípio até o fim, com a finalidade de criar relação jurídica (legal ou contratual) entre o Estado e os particulares em prol de escopo que outro não pode ser senão o interesse geral.”*

<sup>315</sup> Tadeu Rabelo Pereira, na ob. cit. p. 114/115, analisando os aspectos constitucionais da questão, conclui da mesma forma: “*Desse conjunto de dispositivos parece surgir a clara orientação adotada pela Constituição no sentido de tomar as empresas públicas, as sociedades de economia mista e suas subsidiárias como figuras que não se confundem, tanto assim que estende de forma expressa a essa última uma série de normas diretamente dirigidas para as duas primeiras espécies.*”

*Evidente que não pretendemos aqui afirmar a impossibilidade de criação de sociedades de economia mista controladas por outras estatais da mesma espécie ou por empresas públicas, hipóteses que, como visto, enquadra-se perfeitamente nos conceitos de tais entidades consagrados no direito público.*

*Apenas estamos alertando para a distinção feita pelo texto constitucional, que parece deixar ao legislador a opção quanto à forma que deverá assumir o novo ente criado. Em termos mais claros, a simples autorização para a constituição de uma subsidiária não basta para caracterizar a nova empresa como sociedade de economia mista, cuja configuração dependerá de manifestação legislativa inequívoca que submeta a pessoa jurídica instituída ao figurino especial daquela entidade.”*

<sup>316</sup> Paulo B. de Araújo Lima, na ob. cit. p. 101 e seguintes, demonstra preocupação com o fato de que subsidiárias das Sociedades de Economia Mista que não fossem também Sociedade de Economia Mista pudessem ter sua finalidade desvirtuada, por ser uma sociedade inteiramente privada, e não se submetendo, assim, ao disposto no art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas. Não compartilhamos dessa preocupação. Obviamente, a sociedade privada da qual a Sociedade de Economia Mista participe não se sujeita às disposições especiais típicas dessas companhias, em razão do disposto no art. 235, §2º da Lei de Sociedades Anônimas. Entretanto, o controlador da Sociedade de Economia Mista – e como veremos, seus administradores, ao menos indiretamente- estão sujeitos ao art. 238 e, dessa forma, devem direcionar suas ações no sentido de de que seja atendido o fim social que justificou a sua criação e, simultaneamente, o lucro, conforme será detalhado a seguir. Logo, as decisões que tomar –seja a de participar na subsidiária privada, seja a forma como exercerá seu direito de voto na Assembleia Geral da sociedade privada- deverão sempre estar alinhadas ao fim social da Sociedade de Economia Mista. Assim, se a sociedade privada não está sujeita ao art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas, seu controlador e seus administradores estão, e deverão, dentro do limite de seus poderes, agir em prol do fim social da Sociedade de Economia Mista.

Nada impede, obviamente, que, ao verificar que, não obstante a prática desses atos, a sociedade privada for direcionada em dissonância dos objetivos da Sociedade de Economia Mista (por qualquer motivo, como por exemplo a ausência de detenção da maioria das ações com direito de voto pela Sociedade de Economia Mista), esta se desfaça de sua participação. Assim, entendemos que a Sociedade de Economia Mista, ao decidir por deter participação em outra sociedade que não seja também uma Sociedade de Economia Mista, deve levar em conta o fato de que a primeira, sendo integralmente privada, deverá necessariamente buscar o lucro, sem qualquer atenção ao interesse público que justificou a criação da Sociedade de Economia Mista. Se essa participação fizer sentido e se adequar à consecução do fim social da Sociedade de Economia Mista, considerando que o fim social da sociedade privada é exclusivamente o lucro, a Sociedade de Economia Mista pode participar de seus quadros sociais, devendo seu controlador e seus administradores agirem em consonância com o art. 238 da Lei de Sociedades

A segunda conclusão que poderia se extrair do parágrafo segundo do art. 235 da Lei de Sociedades Anônimas diz respeito à necessidade de que todas as sociedades nas quais uma sociedade anônima de Economia Mista tenham participação necessariamente devam ser sociedades anônimas. Ao determinar que “*as companhias de que participarem, majoritária ou minoritariamente, as Sociedades de Economia Mista, estão sujeitas ao disposto nesta Lei*” poder-se-ia entender que, necessariamente, tais sociedades devam estar sujeitas às Lei de Sociedades Anônimas, ou seja, devem ser sociedades anônimas.

A exigência de que Sociedades de Economia Mista sejam necessariamente anônimas se justifica por uma razão óbvia: as regras próprias de tais sociedades, como por exemplo a necessidade de publicação de balanços e de atas de assembleias torna seu funcionamento, suas contas e seus negócios mais transparentes, facilitando a necessária fiscalização da mesma pelos órgãos governamentais competentes, pelos acionistas privadas e pelos demais interessados na correta gestão dos recursos públicos. Ademais, considerando que as Sociedades de Economia Mista, via de regra, se ocupam de empreendimentos de vultos, e contam com grande número de sócios, a estrutura de uma sociedade anônima nos parece mais adequada.

Entretanto, a exigência de adoção de tal estrutura em todas as sociedades nas quais as de Economia Mista tenham participação gera alguns inconvenientes, sendo o maior deles o engessamento de sua atuação. Ora, se a sociedade anônima se mostra mais adequada no caso das Sociedades de Economia Mista, pelos motivos já apresentados, muitas vezes essas, para cumprirem seu objeto social e alcançarem seu fim social, precisam ser sócias, ainda que minoritárias, de diversas outras sociedades, sendo que muitas vezes será mais conveniente para seus negócios que estas últimas adotem outros tipos societários que não a sociedade anônima.

Assim, a dúvida reside em privilegiar a eficiência das Sociedades de Economia Mista ou o seu controle pelos órgãos competentes<sup>317</sup>. Nesse caso específico, entendemos

---

Anônimas, que, não entanto, não vincula, de qualquer maneira, a sociedade privada na qual a Sociedade de Economia Mista vier a participar.

inadequada a exigência de que as sociedades anônimas de Economia Mista detenham participação societária exclusivamente em sociedades anônimas. Somos da opinião de que a necessidade de que a Sociedade de Economia Mista adote a forma de sociedade anônima é suficiente para garantir que suas contas e negócios sejam devidamente fiscalizados. A restrição em relação à forma societária das sociedades em que as Sociedades de Economia Mista tenham participação, além de desarrazoada, nos parece ser contrária à previsão constitucional de que as Sociedades de Economia Mista estão sujeitas ao regime próprio das sociedades privadas, que em muitos casos, são suas concorrentes diretas. Não faz sentido, dessa forma, tolher ainda mais a liberdade de atuação das primeiras, que exploram atividades econômicas e, muitas vezes, competem com sociedades privadas, que já têm, naturalmente, maior liberdade de ação. Assim, entendemos que as sociedades anônimas de Economia Mista podem deter participação em sociedades constituídas sob qualquer forma societária, sendo que essas últimas serão sociedades inteiramente privadas, e não se sujeitam às normas próprias das Sociedades de Economia Mista. Assim, a interpretação que entendemos mais adequada para o art. 235, §2º da Lei de Sociedades Anônimas é a de que esta lei somente se aplicará às sociedades nas quais Sociedades de Economia Mista tenham participação (e não sejam

---

<sup>317</sup> Essa dualidade se verifica em vários aspectos relacionados à Sociedades de Economia Mista, não sendo rara a ausência de uma resposta definitiva. Por exemplo, em relação à necessidade de realização de licitação, não obstante o disposto no art. 173§1º, III da CF, há discussões acaloradas a respeito do tema. O art. 1º da Lei 8.666/93, em seu parágrafo único, prevê expressamente a sujeição das Sociedades de Economia Mista às disposições daquela lei. Entretanto, o procedimento licitatório é muitas vezes incompatível com o dinamismo próprio de mercados altamente competitivos em que se inserem muitas das Sociedades de Economia Mista brasileiras, lembrando sempre que, apesar da menção à realização de licitações no art. 173§1º, III da CF, a Carta prevê a sujeição das Sociedades de Economia Mista ao regime jurídico próprio das empresas privadas, não fazendo sentido que sejam impostas a elas obrigações que inviabilizem sua regular atuação empresarial. Inclusive, nesse sentido, foi editado o decreto 2745/98, seguindo previsão contida no art. 9.478/97, que trata de um procedimento licitatório simplificado, a ser adotado pela Petrobras, em substituição à Lei 8.666/93. A validade de tal procedimento foi reconhecida pelo Supremo Tribunal Federal, no julgamento do pedido de liminar no Mandado de Segurança 25.888, ainda pendente de julgamento definitivo, não obstante posicionamento contrário do Tribunal de Contas da União, que havia decidido pela necessidade de observância, pela Petrobras, da Lei 8.666/93, até que fosse editada a lei prevista no art. 173 da CF, o que, como dito, não ocorreu até hoje.

No mesmo sentido, muito se discutiu a respeito da possibilidade de realização de convenção de arbitragem por Sociedades de Economia Mista, em razão da indisponibilidade do interesse público. Sobre esse ponto, pacificou-se o entendimento, em nosso ver de todo acertado, de que é plenamente possível a sujeição à arbitragem de litígios envolvendo Sociedades de Economia Mista. Nesse sentido, decidiu o Superior Tribunal de Justiça, no MS 11308/DF, relatado pelo então Min. Luiz Fux (atualmente ministro do Supremo Tribunal Federal), julgado em 9/04/2008. Sobre esse tema, ver “Da Arbitrabilidade de Litígios Envolvendo Sociedades de Economia Mista e da Interpretação de Cláusula Compromissória”, publicado na Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem, Editora Revista dos Tribunais, Ano 5, outubro - dezembro de 2002”.

A análise pormenorizada dessas e de outras questões específicas a respeito da sujeição das Sociedades de Economia Mista às normas de Direito Privado ou de Direito Público escapam do escopo do presente trabalho. O que nos parece importante frisar é a dualidade que permeia essas sociedades, que transitam, com frequência, entre os regimes jurídicos de Direito Público e privado.

também de Economia Mista) caso sejam também sociedades anônimas, o que não é obrigatório.

Frisamos, finalmente, que de acordo com o disposto no §1º do art. 237 da Lei de Sociedades Anônimas e no art. 37, XX da Constituição Federal, e sem prejuízo das considerações feitas a respeito da forma societária das sociedades nas quais participarem as sociedades anônimas de Economia Mista, a participação das Sociedades de Economia Mista em outras sociedades deve ser precedida de lei autorizativa, conforme será analisado à frente, quando comentarmos esse dispositivo legal.

Porém, antes de dar seguimento à análise dos dispositivos legais reguladores do funcionamento das Sociedades de Economia Mista, devemos tocar rapidamente em um ponto relevante: as Sociedades de Economia Mista teriam natureza pública ou privada?

Os autores se dividem em relação a esse ponto<sup>318</sup>. Por um lado, é certo que o Decreto-Lei 200/67 inclui as Sociedades de Economia Mista dentro da chamada

---

<sup>318</sup> Fran Martins, na ob. cit. fl. 970/976, defende serem as Sociedades de Economia Mista “sociedade de direito privado”, ressaltando sua sujeição à Lei das Sociedades Anônimas. Além disso, cita posição de diversos autores, alguns que consideram essas sociedades como entes públicos (Carlos Roberto Martins Rodrigues) e outros que as consideram entes privados (Tulio Ascarelli, Cretella Júnior, Carlos Gandolfo, Luis Gastão Pais de Barros Leães). Modesto Carvalhosa, em sua obra também citada, menciona a posição de diversos outros autores, às fl. 355/358, sendo interessante ressaltar a lição de Celso Bastos às fl. 357: “*Celso Bastos assim justifica a importância da subordinação ao direito privado: “Na verdade, com o propósito de impedir que o Estado, exercendo atividade econômica, se valha de um regime jurídico privilegiado, que torne a sua competição com a empresa privada desastrosa para esta. Em outras palavras: o Estado quer abstrair-se da sua condição de Poder Público para atuar no meio dos particulares, com eles competindo em condições isonômicas.”*”

Da leitura das obras de Modesto Carvalhosa e Fran Martins, temos a sensação de que alguns autores, ao discutirem a natureza das Sociedades de Economia Mista se perdem, confundindo a natureza jurídica das sociedades anônimas com o regime a que as Sociedades de Economia Mista estão sujeitas. Ora, nos parece evidente que, ao adotarem a forma de sociedades anônimas em razão de expressa disposição legal, as Sociedades de Economia Mista estão sujeitas às regras aplicáveis a tais sociedades, que são entes privados.

Em nossa opinião, a real questão é a seguinte: o fato de as Sociedades de Economia Mista adotarem a forma de sociedades anônimas as torna integral e exclusivamente sujeitas ao regime de Direito Privado? A adoção da forma societária é, para nós, um ponto que deve ser levado em conta na discussão a respeito do regime jurídico aplicável às Sociedades de Economia Mista, ao lado da sua inclusão formal como integrante da Administração Indireta, por exemplo. O cerne da discussão, ao nosso ver, é se as Sociedades de Economia Mista estão sujeitas ao regime de Direito Privado ou Público. A sua sujeição às regras das sociedades anônimas (que, como veremos, não é absoluta, pois essa afirmação suporta exceções) em nossa opinião decorre da adoção daquela forma societária, e não as torna exclusivamente sujeitas ao regime de Direito Privado. Com efeito, como iremos demonstrar, apesar de adotar uma forma típica de entes privados, as Sociedades de Economia Mista, em muitos aspectos, se sujeitam ao regime de Direito Público.

Administração Indireta, integrando, assim, a Administração Pública<sup>319</sup>. Além disso, a Constituição Federal, como visto, estende às Sociedades de Economia Mista obrigações próprias de entes estatais, como a realização de licitações (não obstante as discussões envolvendo tal ponto, já abordadas).

Por outro lado, o próprio Decreto-Lei 200/67 ressalta que as Sociedades de Economia Mista possuem personalidade jurídica de Direito Privado. No mesmo sentido, a Constituição Federal prevê sua sujeição ao “*regime jurídico próprio das empresas privadas*”. Sobre os regimes público e privado, Celso Antônio Bandeira de Mello:

*“O Direito é um conjunto de normas – princípios e regras – dotadas de coercibilidade, que disciplinam a vida social. Conquanto uno o direito se bifurca em dois grandes ramos, submetidos a técnicas jurídicas distintas: O Direito Público e o Direito Privado. Este último se ocupa dos interesses privados, regulando relações entre particulares. É, então governado pela autonomia da vontade, de tal sorte que nele vige o princípio fundamental de que as partes elegem as finalidades que desejam alcançar, preparam-se (ou não) a isto conforme desejem e servem-se para tanto dos meios que elejam a seu alvedrio, contanto que tais finalidades ou meios não sejam proibidos pelo*

---

<sup>319</sup> De acordo com o Decreto-Lei 200/67, Administração Direta “*se constitui dos serviços integrados na estrutura administrativa da Presidência da República e dos Ministérios*” (art. 4º, I), enquanto a Indireta é constituída por entidades que, não obstante integrarem a Administração, possuem personalidade jurídica própria, dentre elas as Sociedades de Economia Mista (art. 4º, II). Sobre o critério adotado pelo Legislador para distinguir a Administração Direta da Indireta, Celso Antônio Bandeira de Mello leciona:

*“Nota-se que o critério presidente da aludida sistematização normativa não foi o da natureza da atividade, porque foram englobadas em um mesmo termo classificatório tanto atribuições tradicionalmente características do Poder Público, isto é, que lhe são “típicas” (serviços públicos propriamente ditos), quanto o desempenho de cometimentos econômicos, dos quais o Estado, ante os textos constitucionais do País, só podia e só pode se ocupar em caráter suplementar as iniciativa privada.*

*O critério adotado também não foi o do regime jurídico destes sujeitos, porquanto, como é óbvio, a disciplina a que se submetem pessoas de Direito Público é distinta da que regula pessoas de Direito Privado, ainda quando estas últimas integrem a Administração Federal e sofram, bem por isto, acentuados impactos de normas publicísticas.*

*Percebe-se, pois, que o critério retor da classificação foi o orgânico, também chamado de subjetivo. Com efeito, foram relacionados à conta de entidades da Administração indireta quaisquer sujeitos havidos como unidades integrantes da Administração Federal, pelo só fato de comporem dito aparelho, independentemente da natureza substancial da atividade que se lhe considere própria e independentemente do regime jurídico que lhes corresponda (público ou parcialmente privado). Esta conclusão se redemonstra na circunstância de que ficaram à margem de tal esquema, apenas por serem alheios ao sobredito aparelho estatal, sujeitos prestadores de atividades tipicamente administrativa, como os concessionários de serviços públicos ou delegados de ofício público( titulares de serviços notariais e registros de nascimento, de óbito, de casamentos etc.” In Curso de Direito Administrativo, Malheiros Editores, 14ª ed., p. 136*



*Direito. Inversamente, o Direito Público se ocupa de interesses da Sociedade como um todo, interesses públicos, cujo atendimento não é um problema pessoal de quem os esteja a curar, mas um dever jurídico inescusável. Assim não há espaço para a autonomia da vontade, que é substituída pela idéia de função, de dever de atendimento do interesse público.”*<sup>320</sup>

Diante das lições, nos parece que as Sociedades de Economia Mista não podem ser classificadas como entes inteiramente públicos ou privados. Ao contrário, tratam-se, em nossa opinião, de entidades híbridas, localizadas em uma zona cinzenta e limítrofe entre os dois regimes.

Por um lado, como já dito, tratam-se de pessoas jurídicas de Direito Privado, que assumem a forma societária, necessariamente sociedades anônimas, explorando assim atividades econômicas e tendo, em alguma medida (isso será objeto de análise pormenorizada à frente) o lucro como objetivo. Para obtê-lo, a Constituição Federal lhes concede ampla liberdade de ação, sujeitando-as ao regime próprio das sociedades privadas. Sob essa ótica, poderiam ser consideradas como entidades inteiramente privadas.

Entretanto, não podemos nos olvidar de que, ao menos formalmente, as Sociedades de Economia Mista são integrantes da Administração Indireta, sujeitando-se, assim, em certa medida, ao princípio da legalidade, devendo pautar sua atuação, de acordo com o art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas, de modo a atender “*ao interesse público que justificou a sua criação*”. Além disso, se sujeitam em boa medida às amarras típicas da Administração, tendo sua liberdade de atuação tolhida por procedimentos licitatórios e concursos públicos, por exemplo, não obstante a imperiosidade de tais procedimentos seja objeto de calorosos debates.

Verificamos, assim, que as Sociedades de Economia Mista não possuem a ampla liberdade de agir facultada às demais sociedades pelo princípio da autonomia da vontade, tendo tal liberdade tolhida em diversos aspectos pela natureza estatal de seu

---

<sup>320</sup> Ob. cit. p. 25.

controlador. Porém, não podemos afirmar que as Sociedades de Economia Mista devam pautar sua atuação empresarial exclusivamente pelo interesse público. Pelo contrário, por exercerem atividade econômica em parceria com particulares, possuem obrigações perante estes, que, para serem atendidas, demandarão decisões que poderão, em certa medida, desatender o interesse público primário. Da mesma forma, não há que se falar em aplicação irrestrita do princípio da legalidade às Sociedades de Economia Mista, que podem praticar uma enorme gama de atos desde que não haja lei proibitiva. Porém, para a prática de outros (como a participação em outras sociedades, nos termos do art. 237, §1º da Lei de Sociedades Anônimas), a prática de determinados atos depende de autorização legislativa. Finalmente, pelo fato de que contam com o aporte de recursos públicos, as Sociedades de Economia Mista estão sujeitas à fiscalização de diversos órgãos, o que torna, em nossa opinião, inviável afirmar que se sujeitam integralmente ao regime privado.

Assim, concluímos que as Sociedades de Economia Mista se sujeitam a um regime híbrido ou *sui generis*, às vezes se equiparando a sociedades privadas e tendo exatamente os mesmos direitos – e deveres- destas; outras vezes se comportando como verdadeiros entes estatais, sujeitando-se às mesmas amarras e restrições típicas dessa condição<sup>321322323</sup>. Não consideramos possível, assim, traçar uma regra única que pautar a

---

<sup>321</sup> Por exemplo, os contratos celebrados pelas Sociedades de Economia Mista, bem como a relação entre estas e as demais partes contratantes são regidos inteiramente pelo Direito Privado. Assim, não pode a Sociedade de Economia Mista se utilizar das prerrogativas próprias do Estado que garante uma posição contratual privilegiada. Por exemplo, a Administração pode rescindir o acordo de vontades unilateralmente, com sustentação no interesse público, o que não é facultado às Sociedades de Economia Mista. Os contratos celebrados por estas são privados, e sujeitos exclusivamente ao regime de Direito Privado. Nesse sentido, ver Modesto Carvalhosa, na ob. cit. p. 354/355.

<sup>322</sup> Nesse sentido a lição de Waldemar Ferreira, na ob. cit. p. 126/127, ao tratar do regime jurídico – se público ou privado- da Petrobras: “Quando, e preciosa é a observação de Henri Swalen, se examina a questão do regime jurídico de uma instituição e de sua pertinência ao direito público e ao direito privado, é necessário distinguir o ponto de vista formal do ponto de vista material. Formalmente, a instituição pode reger-se pelos dispositivos do direito privado, se bem que, materialmente, o ultrapasse e se situe no direito público. Pode mesmo o apresentar-se freqüentemente em época como a nossa, em que o direito administrativo, em pleno desenvolvimento, não domina ainda tôdas as instituições condignas das relações que são de sua esfera. Diante de tal retardamento do direito público, deve-se aplicar, por analogia, as normas do direito privado, sem que por isso se possa arrebatá-la à instituição seu caráter de direito público.

Não ficou nisso o expositor consagrado. O fato, aditou, de reger-se a instituição, do ponto de vista formal, por disposições de direito privado, não permite concluir pelo caráter privado dessa instituição: materialmente pode revestir a natureza de instituição de direito público. Eis porque, se as sociedades comerciais se organizam e se regulam exclusivamente pelos dispositivos do direito comercial, motivo não é êsse, por si só, de negar-lhes o qualificado de instituições de direito público. Prova isso simplesmente que o direito não acompanhou os fatos e não sancionou ainda a passagem das empresas da economia privada para a economia pública. Daí a tendência do direito moderno de submeter em certos

atuação das Sociedades de Economia Mista, sendo necessária uma análise caso a caso, pontual, a fim de identificar se, em relação a determinado aspecto, o regime jurídico das Sociedades de Economia Mista se aproximará do regime privado ou público. No próximo capítulo, retomaremos essa discussão, ao tratarmos do interesse público que deve pautar a atuação das Sociedades de Economia Mista.

Retomando à análise dos dispositivos da Lei de Sociedades Anônimas que tratam das Sociedades de Economia Mista, o art. 236, em seu caput, prevê que a constituição de Sociedades de Economia Mista deverá ser precedida de autorização legislativa.

Verifica-se aparente divergência entre esse dispositivo e outros dois que tratam do mesmo assunto: o art. 37, XIX da Constituição Federal e o art. 5º, III do Decreto-Lei 200/1967. Com efeito, enquanto no art. 236 da Lei de Sociedades Anônimas o legislador previu que a constituição de Sociedades de Economia Mista dependerá de autorização legal prévia, na Constituição Federal e no Decreto-Lei 200/67 previu-se que essas sociedades seriam criadas por lei.

A impropriedade da redação contida na Carta e no Decreto-Lei 200/67 é evidente. Como sociedades anônimas, entidades privadas que são, as Sociedades de Economia Mista nunca poderiam ser criadas por lei, uma vez que o processo de constituição dessas sociedades encontra-se extensivamente regulado pela Lei de Sociedades Anônimas.

---

*casos as sociedades às normas do direito público. É por isso contrário aos fatos afirmar que essas formas de organização são sempre regidas pelas normas de direito privado. Mesmo nesse caso, tal não seria motivo suficiente para submeter por princípio as sociedades comerciais ao direito privado, porque uma instituição jurídica pode ser exclusivamente regida pelas regras do direito privado (na ausência de regras do direito público) e ter, não obstante, o caráter de direito público.*

*Foi do que não refugiu a lei criadora da grande empresa petrolífera brasileira. Dando-lhe personalidade jurídica, absteve-se de colocá-la no quadro do direito, se privado ou público.”*

As lições devem ser tomadas com certa ressalva, em razão da época em que foram proferidas, principalmente no que concerne o pouco desenvolvimento do Direito Público, situação que definitivamente não se verifica na atualidade. Entretanto, são válidas na medida em que demonstram as dificuldades inerentes à classificação definitiva do regime a que se sujeitam as Sociedades de Economia Mista. Na maioria das vezes, como defendemos, são seres híbridos, que ora pendem para o Direito Público, e ora parecem se adequar perfeitamente ao regime privado.

<sup>323</sup> No mesmo sentido, M. T. de Carvalho Britto Davis, citando posição idêntica de Francesco Vito, Rafael Bielsa, E. Spiliotopoulos e Alexandre Bret. Ob. cit. p. 148/150.

Quando a lei determina que as Sociedades de Economia Mista adotarão a forma de sociedade anônima, e quando a Constituição Federal determina que estas serão sujeitas ao regime próprio das sociedades privadas, nos parece lógico que, também em relação ao procedimento de constituição, as Sociedades de Economia Mista deverão adotar o procedimento padrão de todas as sociedades anônimas.

A edição de lei autorizativa é formalidade que visa garantir a legitimidade da associação entre o Estado e capitais privados sob a forma de uma Sociedade de Economia Mista. Em outras palavras, trata-se de requisito que diz respeito à autorização do sócio estatal para figurar em uma Sociedade de Economia Mista, e não propriamente à constituição desta, que seguirá as mesmas regras aplicáveis às sociedades anônimas em geral, exceto no caso de disposição especial na lei que autorizar a sua criação.<sup>324</sup>

Assim, considerando que a Constituição submete as Sociedades de Economia Mista ao regime próprio das sociedades privadas, e que não existe qualquer justificativa para que estas sejam criadas por lei, a melhor interpretação a ser dada aos dispositivos em questão é a de que as Sociedades de Economia Mista são criadas como todas as demais sociedades anônimas, dependendo, entretanto, de lei que autorize tal criação. Nesse ponto, Carvalhosa parece ter razão ao afirmar que, para o Direito Administrativo, o vocábulo “criação” seria mais corrente do que a expressão técnica “constituição”. Nesse sentido, Paulo B. de Araújo Lima:

*“A doutrina tem preferido a expressão “sociedade cuja criação é autorizada em lei especial” ao invés de “sociedade criada em leis especial”. Dize-se que a lei não pode criar sociedades, pois estas só se constituem na forma prevista no direito comercial;*

*Não há dúvidas quanto o fato. Evidentemente não é a lei que cria uma sociedade anônima de economia mista.”*<sup>325</sup>

---

<sup>324</sup> Modesto Carvalhosa, às fl. 384, apesar de entender que se trata de mera querela de nomenclatura, reconhece que parte da doutrina, como por exemplo Maria Sylvia Di Pietro, aponta o equívoco na redação dos dispositivos da Constituição Federal e do Decreto-Lei 200/67. Discordamos do mestre comercialista. As palavras possuem significado, e afirmar que a Sociedade de Economia Mista deverá ser criada por lei ou dizer que esta terá sua constituição precedida de lei autorizativa são coisas absolutamente diferentes.

<sup>325</sup> Ob. cit. p. 57.

Dessa forma, entendemos que, quando a Carta e o Decreto-Lei 200/67 dispõem acerca da constituição de Sociedade de Economia Mista por lei, estão fazendo menção não ao ato formal de constituição, que deve se dar nos moldes da Lei de Sociedades Anônimas, mas sim à criação “*lato sensu*”, ao procedimento de surgimento da Sociedade de Economia Mista, que se inicia com a edição de lei, mas se completa com sua constituição nos termos da legislação societária.

Sobre o fundamento para a exigência de prévia autorização legislativa para a criação de sociedades anônimas, Modesto Carvalhosa se manifesta no seguinte sentido:

*“O fundamento da prévia autorização legislativa repousa na declaração política contida na Constituição (arts. 173 e s.) da “condução da ordem Econômica pela iniciativa privada”, vale dizer, pelas empresas privadas. E, ao reservar para si o direito de operativamente intervir no processo produtivo, o Estado restringe-se a aturar tendo em vista os “imperativos da segurança nacional ou o relevante interesse coletivo”. O fundamento da intervenção do Estado no domínio econômico é, portanto, o interesse público primário ou coletivo, E esse interesse público não pode ser proclamado apenas pelo Poder Executivo, interessado na intervenção, como controlador, de capitais públicos e privados. A necessidade de intervenção operacional necessita ser reconhecida e aprovada, mediante lei própria, pelo Poder Legislativo, poder político este com competência para avaliar a procedência da intervenção em face do interesse público coletivo invocado pelo Poder Executivo.”*<sup>326</sup>

Na ausência de lei que autorize sua criação, como já visto na análise do art. 235, sociedade que tenha o Estado ou Sociedade de Economia Mista como acionista, ainda que majoritário, não se trata de Sociedade de Economia Mista, mas sim de sociedade anônima privada.

O §1º do art. 236 contém disposição específica que cria a hipótese de exercício de direito de recesso por qualquer acionista no caso de aquisição do controle de sociedade anônima privada pelo Poder Público, por meio de desapropriação de ações. Trata-se de hipótese rara - de utilização inédita para nós - por meio do qual se operaria a

---

<sup>326</sup> Ob. cit. p. 387

“estatização” de sociedades privadas, medida de todo descabida e inaceitável no atual contexto econômico, político e social do país, típica de republiquetas pouco democráticas, e, em nossa opinião, incompatível com o princípio constitucional da propriedade privada. De qualquer forma, havendo tal desapropriação, e sendo esta considerada constitucional, os acionistas restantes (não desapropriados) não são obrigados a permanecerem nos quadros sociais, como sócios do ente desapropriante, podendo exercer o mencionado direito de recesso.

O art. 237 da Lei de Sociedades Anônimas traz, em seu *caput*, disposição que restringe a atuação das Sociedades de Economia Mista às atividades “*previstas na lei que autorizou a sua constituição.*” A medida nos parece lógica. Ora, se é necessária autorização legal para que o Estado se associe a particulares em uma Sociedade de Economia Mista para exercer determinada atividade econômica, obviamente a atividade a ser exercida pela mesma deverá se limitar àquela contida na lei que autorizou sua criação, sob pena de se tornar letra morta a previsão do art. 236 da Lei de Sociedades Anônimas, que tem por objetivo garantir o controle do Poder Legislativo sobre as atividades a serem exercidas pelas Sociedades de Economia Mista.

Sobre esse tópico, Fran Martins, ressaltando a função de proteção dos particulares contra a excessiva intervenção estatal na Economia que o dispositivo em questão exerce:

*“Cabe, portanto, ao legislador escolher o objeto a ser explorado pela companhia de economia mista, de modo a evitar que haja uma invasão mais direta nas atividades comuns dos comerciantes, quando a lei especial, que autorizar a constituição das sociedades de economia mista, dispuser a respeito. É justamente na escolha do objeto social que se nota uma das maiores interferências do Poder Público nas atividades econômicas, distinguindo as sociedades de economia mista das sociedades puramente privadas.”*<sup>327</sup>

Carvalhosa, ao comentar o *caput* do art. 237 da Lei de Sociedades Anônimas, acompanha Fran Martins no entendimento de que essa restrição à atuação das

---

<sup>327</sup> Ob. cit. p. 980.

Sociedades de Economia Mista configura uma proteção contra o alargamento excessivo da atuação estatal na Economia. Afirma ainda que se trata de manifestação do princípio da estrita legalidade<sup>328</sup> que deve pautar a atuação da Administração direta e indireta, sendo os administradores das Sociedades de Economia Mista vinculados às atividades cuja exploração foi autorizada por lei.

Obviamente, a lei que autoriza a criação de Sociedade de Economia Mista não pode ser exaustiva em relação a todas as atividades que esta poderá exercer, sendo implícita a autorização para exploração de atividades congêneres ou imprescindíveis para que seu objeto social seja regularmente alcançado, desde que não se extrapolem os limites objetivos traçados pelo legislador. Da mesma forma, não tem a Assembleia Geral da Sociedade de Economia Mista poder de, por meio de alteração no estatuto social, ampliar o objeto social da companhia além dos limites legais, sendo essa eventual alteração evidentemente *contra legem*.

O §1º do art. 237 trata da participação das Sociedades de Economia Mista em outras sociedades, que depende sempre de autorização legislativa, sejam estas últimas também Sociedades de Economia Mista ou não.

Quando analisamos o art. 235 da Lei de Sociedades Anônimas, vimos que a mera participação da Sociedade de Economia Mista em outras não torna essas últimas necessariamente Sociedades de Economia Mista, não obstante inexistir qualquer óbice para que detenham tal condição: para isso, devem cumprir todos os requisitos legais para tanto, dentre eles lei autorizando a criação de nova Sociedade de Economia Mista.

Assim, é importante ressaltar que a lei que autoriza a criação de nova Sociedade de Economia Mista e a lei que autoriza a participação de uma Sociedade de Economia Mista em outras sociedades não se confundem – ao menos necessariamente.

---

<sup>328</sup> Sobre o princípio da (estrita) legalidade, Celso Antônio Bandeira de Mello, na ob. cit. p. 84: “Assim, o princípio da legalidade é o da completa submissão da Administração às leis. Esta deve tão somente obedecê-las, cumpri-las, pô-las em prática. Daí que a atividade de todos os seus agentes, desde o que lhe ocupa a cúspide, isto é, o Presidente da República, até o mais modesto dos servidores, só pode ser a de dóceis, reverentes, obsequiosos cumpridores das disposições gerais fixadas pelo Poder Legislativo, pois esta é a posição que lhes compete no Direito brasileiro.”

Ora, é possível que uma lei autorize uma Sociedade de Economia Mista (seja uma lei especial ou a própria lei que autorizou a sua criação) a constituir uma subsidiária, também de Economia Mista. Nesse caso, a subsidiária terá que cumprir os demais requisitos legais próprios dessa espécie de sociedade (ser controlada pela sua sócia de Economia Mista e ser constituída como sociedade anônima). Por outro lado, uma lei pode autorizar que essa mesma Sociedade de Economia Mista participe de outras sociedades, sem que estas sejam também Sociedades de Economia Mista. Nesse caso, a participação pode ser muito mais ampla: em qualquer tipo de sociedade, com qualquer participação, ainda que minoritária, desde que haja autorização legislativa para tanto.

Na verdade, uma análise um pouco mais acurada revela que as duas formas de autorização legal são na verdade, gênero e espécie. Qualquer participação de uma Sociedade de Economia Mista em outra, independentemente da natureza desta última ou da posição acionária da primeira, depende de autorização legal, que poderia ser caracterizada como autorização ordinária ou genérica. Entretanto, para que a sociedade na qual a Sociedade de Economia Mista vá investir detenha também essa condição especial, é necessário que a lei autorizativa expressamente preveja tal hipótese (e que sejam cumpridos os demais requisitos para a caracterização da Sociedade de Economia Mista). Seria uma autorização específica, qualificada, que não se limita a legitimar a detenção de participação societária pela Sociedade de Economia Mista, mas também confere à sociedade cuja participação será detida uma condição especial.

Sobre a forma como a autorização deve ser dada, existem duas correntes doutrinárias, uma que exige uma lei específica para cada sociedade na qual a Sociedade de Economia Mista vá participar, e outra, que considera legítima a autorização ampla ou genérica, por meio da qual a Sociedade de Economia Mista é autorizada a participar de quaisquer sociedades que cumpram determinados requisitos (explorem determinada atividade econômica, por exemplo). Ao tratarmos do art. 235 da Lei de Sociedades Anônimas, expusemos nosso entendimento segundo o qual a exigência de uma lei específica para cada sociedade na qual a Sociedade de Economia Mista vá participar é anacrônica e incompatível com o porte que essas sociedades atingiram, e a complexidade das atividades por elas exploradas, sendo esse o entendimento de



Modesto Carvalhosa e da Comissão de Valores Mobiliários, exposto em parecer já citado.

Na segunda parte do §1º e no §2º do art. 237 existe exceção à regra geral de que a participação em Sociedades de Economia Mista depende de prévia autorização legal. São duas hipóteses distintas, a saber: “*no exercício de opção legal para aplicar Imposto sobre a Renda ou investimentos para o desenvolvimento regional ou setorial.*” e no caso de instituições financeiras de Economia Mista, que “*poderão participar de outras sociedades, observadas as normas estabelecidas pelo Banco Central do Brasil.*”

Essas exceções não despertariam maior interesse, sendo simples regras específicas que afastariam a aplicabilidade da regra geral, contida no caput, não fosse a superveniência, em relação à Lei de Sociedades Anônimas, da Constituição Federal de 88, que no art. 37, XX, foi expressa ao dispor sobre as Sociedades de Economia Mista, dentre outras entidades citadas no inciso XIX do mesmo artigo: “*depende de autorização legislativa, em cada caso, a criação de subsidiárias das entidades mencionadas no inciso anterior, assim como a participação de qualquer delas em empresa privada*”.

Diante desse dispositivo constitucional, não entendemos como possam ter sido recepcionadas pela Constituição as exceções contidas nos parágrafos do art. 237 da Lei de Sociedades Anônimas. Ora, é conhecida a regra de hermenêutica segundo a qual lei especial (no caso, as duas exceções mencionadas) prevalece sobre lei geral (aqui, a regra de que qualquer participação de Sociedade de Economia Mista depende de prévia autorização legal). Ocorre que, com o advento da Carta de 1988, a lei geral passou a ter natureza constitucional, enquanto as exceções se encontram inscritas em lei ordinária. Nos parece evidente que a lei ordinária não pode excetuar regra constitucional expressa, razão pela qual, não obstante a mais abalizada doutrina por nós consultada não abordar esse ponto, somos da opinião de que essas exceções, por contrariarem expressa norma constitucional, não foram recepcionadas pela Carta.

O art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas trata da figura do acionista controlador da Sociedade de Economia Mista, equiparando seus deveres e

responsabilidades aos dos controladores de companhias privadas, com uma exceção: o ente estatal “*poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.*” Esse dispositivo legal é o cerne da discussão a respeito do modelo de Governança Corporativa das Sociedades de Economia Mista, razão pela qual o analisaremos em detalhe no próximo capítulo.

No artigo 239, a Lei de Sociedades Anônimas estende a todas as sociedades anônimas de Economia Mista a obrigatoriedade de existência de Conselho de Administração que para as companhias privadas só é cogente caso sejam abertas ou de capital autorizado, conforme disposto no art. 138,§2º da Lei de Sociedades Anônimas.

Modesto Carvalhosa, ao comentar esse dispositivo, afirma que os representantes do Estado nomeados para compor o Conselho de Administração (que funcionará sob as mesmas regras aplicáveis aos Conselhos de sociedades privadas) estariam dispensados da exigência de serem acionistas prevista no art. 146 da Lei de Sociedades Anônimas. Para o autor, “*os conselheiros nomeados pelo Poder Público revestem-se da qualidade de agentes públicos, com a função de representar o interesse público envolvido nessa atividade empresarial. A propósito, Paulo B. de Araújo Lima: “ (...) A autoridade, ainda que detentora de ações, ao comparecer ao conselho, projetará sempre a vontade do Estado e não a sua*”<sup>329</sup>.

Como anteriormente, o Conselho de Administração vem, cada vez mais, assumindo funções fiscalizatórias, deixando paulatinamente de ser unicamente um órgão de representação dos acionistas perante a Diretoria, o que torna a exigência do art. 146 da Lei de Sociedades Anônimas anacrônica. A figura dos conselheiros “independentes” é cada vez mais comum, sendo corriqueira que a exigência em questão seja burlada por meio da concessão a esses conselheiros de uma quantidade ínfima de ações, uma vez que a Lei de Sociedades Anônimas não determina que os conselheiros devam ter participação relevante no capital<sup>330</sup>.

---

<sup>329</sup> Ob. cit. p. 418.

<sup>330</sup> O Conselho de Administração, como pontua Paulo B. de Araújo Lima, na ob. cit. p. 66 e seguintes, foi instituído pela Lei de Sociedades Anônimas como uma forma de limitar o poder dos diretores, que, diante da tendência de pulverização das participações societárias, da contumaz passividade dos acionistas não controladores e das dificuldades e custos inerentes à convocação de Assembleias Gerais extraordinárias

Outra situação que torna a exigência do art. 146 absolutamente descabida é a tendência de detenção de participações acionárias por outras pessoas jurídicas. Por razões diversas, mas principalmente tributárias e sucessórias, pessoas físicas com participações societárias relevantes são orientadas por advogados e contadores a constituírem sociedades do tipo *holding* – e mais recentemente, fundos de investimento, que apesar de não possuírem personalidade jurídica podem, ao menos formalmente, deter participações societárias – por meio das quais concentram seus investimentos de diversas naturezas. Assim, as pessoas físicas são sócias de uma holding – ou cotistas de um fundo de investimento- que, por sua vez, é acionista de uma companhia aberta. Além dessa situação, existem obviamente pessoas jurídicas operacionais que decidem investir em companhias abertas, e passam a deter participações relevantes nas mesmas.

Ora, nas hipóteses previstas no parágrafo anterior, essas acionistas pessoas jurídicas, ao indicarem membros para representá-las no Conselho de Administração – muitas vezes seus diretores, sócios ou pessoas de sua confiança-, são obrigadas a conceder aos mesmos participação acionária, muitas vezes irrisória, apenas para cumprir o requisito legal.

Assim, a necessidade de que essa regra seja burlada com tanta frequência é um indicativo forte de que esta não mais se coaduna com a realidade econômica e social do país.

Entretanto, se as sociedades privadas se deparam com esse problema e se vêm obrigadas a burlar o imperativo legal, concedendo aos membros do Conselho de Administração participações acionárias meramente figurativas, não vemos razão para que com as Sociedades de Economia Mista seja diferente. Sem dúvida, trata-se de uma regra caduca, mas que é ao menos formalmente cumprida por todas as sociedades privadas. Entendemos que, inexistindo exceção expressa no tocante à sua aplicabilidade

---

para deliberarem a respeito de assuntos atinentes à definição dos rumos das companhias abertas (lembremos que a Lei de Sociedades Anônimas foi editada na década de 70, quando o mercado acionário brasileiro passou por um *boom*) passavam a deter enormes poderes, e gerir a companhia com uma liberdade quase ilimitada. Entretanto, atualmente, além de exercer a função de representar os acionistas perante a Diretoria, os Conselhos de Administração vêm exercendo crescente função fiscalizatória, passando a deter duas gamas diversas de atividades: por um lado, representam os acionistas e definem as diretrizes gerais de atuação da sociedade e, de outro, exercem fiscalização sobre a Diretoria, no interesse de todos os acionistas, principalmente os não controladores, o que é comprovado pela disseminação dos chamados “conselheiros independentes”.

às Sociedades de Economia Mista, e considerando que estas, na ausência de disposição em contrário, são regidas pelas regras aplicáveis às sociedades privadas, deva também ser cumprida pelas Sociedades de Economia Mista, exceto, obviamente, se existir lei especial que disponha em contrário (como por exemplo a lei que autorizou a criação de determinada Sociedade de Economia Mista). Nesse sentido, pontifica Fran Martins:

*“Em vista desse dispositivo legal, a não ser que a lei federal que autorizou a criação da sociedade de economia mista disponha, de modo especial, que os administradores nomeados pela autoridade governamental estão dispensados da qualidade de acionistas da sociedade (o que pode ser feito segundo a regra do art. 235 da lei das sociedades anônimas) esses deverão possuir aquela qualidade antes de sua nomeação ou eleição pela assembleia geral, nos termos dos arts. 146 e 147 da lei. A simples determinação, na lei federal que autorizar a criação da sociedade de economia mista, de que certos cargos do Conselho de Administração serão de nomeação ou indicação do Estado não significa quer os ocupantes desses cargos fiquem dispensados de ser acionistas da sociedade pois tais nomeações referem-se apenas ao modo de preenchimento desses cargos, que, em vez de ser pela eleição da assembleia geral, é pela livre escolha da autoridade governamental. Mas a norma de que para ocupar o cargo a pessoa deve ser acionista da sociedade não é atingida pelo modo especial de escolha dos conselheiros, a não ser que, expressamente, a lei que autorizou a criação da sociedade dispense os nomeados dessa qualidade, pois claramente a lei das sociedades anônimas declara que “as sociedades anônimas de economia mista estão sujeitas a esta lei, sem prejuízo das disposições especiais de lei federal” (art. 235), donde, para a dispensa da qualidade de acionista do membro do Conselho de Administração ser necessária disposição especial da lei federal a respeito.”<sup>331</sup>*

Em relação ao argumento de que os representantes do Estado no Conselho de Administração não representariam a sua vontade, mas sim do Poder Público, não vemos diferença entre essa situação e a do executivo nomeado por uma pessoa jurídica que detenha relevante participação societária em uma companhia aberta para integrar o Conselho de Administração desta última, sendo agraciado com uma única ação

---

<sup>331</sup> Ob. cit. p. 988/989

preferencial: ele também não está no Conselho para defender sua vontade ou seus interesses, mas sim aqueles da pessoa jurídica que o indicou para o cargo.

De acordo com a legislação societária brasileira, nenhuma pessoa jurídica sócia de uma companhia pode ter um representante “oficial” no Conselho de Administração: elas podem no máximo votar em uma ou mais pessoas físicas de confiança, conceder-lhes uma participação acionária ínfima e fiscalizar sua atuação, que deve ser limitada pelo estatuto social e pela lei, que reservam as decisões estratégicas para a Assembleia Geral. É a solução adotada pelas companhias privadas, e não vemos qualquer justificativa - ou autorização legal- para que solução diversa seja adotada nas Sociedades de Economia Mista.

A única diferença entre as duas situações, no caso de voto, pelo membro do Conselho de Administração, contrário aos interesses de quem lhes indicou, é que na sociedade privada o conselheiro responderá por eventual descumprimento contratual, de acordo com as regras do Direito Privado, enquanto o conselheiro indicado pelo controlador estatal na Sociedade de Economia Mista, por ser agente público nos termos do art. 37 da CF, responderá perante o controlador bem como perante as demais instâncias administrativas e judiciais competentes, de acordo com as normas e princípios do Direito Público.

Em seu caput, o art. 239 ainda contém salutar disposição especial que concede aos acionistas minoritários (ou não-controladores, como prefere o Prof. Osmar Brina Corrêa Lima) direito de eleger ao menos um conselheiro, “*se maior número não lhes couber pelo processo de voto múltiplo*”. Trata-se, obviamente, de uma garantia mínima aos acionistas privados, que, em nenhuma hipótese, poderá ser somada ao número de conselheiros eleitos por meio do processo de voto múltiplo. Sobre essa disposição, leciona Paulo B. de Araújo Lima:

*“A alocação encontra no artigo citado in fine – “se maior número não lhe couber pelo processo do voto múltiplo” – significa que cabe às minorias de uma sociedade de economia mista de capital aberto escolher qual dos critérios será adotado para participar dos conselhos de administração: ou a representação pura e simples, ou*

*o voto múltiplo, quando então elegerão quantos representares lhe proporcionar o quadro acionário armado. O que definitivamente não poderá fazer é a adoção combinada desses 2 procedimentos”*<sup>332</sup>

Não entendemos que a minoria possa optar livremente entre os dois procedimentos. Pela locução legal, fica claro que o voto múltiplo somente poderá ser adotado caso garanta aos não controladores um número maior de assentos no Conselho. Em caso negativo, este procedimento não poderá ser adotado, devendo o representante dos minoritários ser eleito mediante votação direta dos acionistas.

De qualquer forma, é certo que nas Sociedades de Economia Mista os sócios não controladores (que não necessariamente serão todos privados<sup>333</sup>) possuem a certeza de que ao menos um assento do Conselho de Administração será ocupado por conselheiros indicados por eles. Essa garantia se justifica, de acordo com a exposição de motivos da Lei de Sociedades Anônimas, em razão da existência, nessas sociedades, de sócios com interesses diversos, o que será objeto de análise no próximo capítulo.<sup>334</sup> Assim, com a existência obrigatória do Conselho e com a garantia aos não controladores de ao menos um assento, estes possuem melhores condições de fiscalizar o funcionamento da sociedade, não obstante este assento, *per si*, não lhes garanta qualquer poder de influência efetiva sobre as decisões do Conselho.

Em seu parágrafo único, o art. 239 equipara os administradores das Sociedades de Economia Mista fechada aos administradores das sociedades anônimas abertas, aumentando suas obrigações, o que é plenamente justificável, considerando a maior necessidade de transparência nas companhias abertas, pelos motivos já expostos em

---

<sup>332</sup> Ob. cit. p. 74.

<sup>333</sup> Em muitas Sociedades de Economia Mista federais é comum que, além da participação acionária da União, outros membros da Administração Indireta detenham ações, como por exemplo o BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

<sup>334</sup> “O artigo 239 concilia os deveres e responsabilidades do acionista controlador, definidos nos artigos 118 e 117, com a orientação das atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação e a participação societária do Estado.

*Na sociedade mista, dada a existência, por definição, de grupos de acionistas com interesses distintos, quais sejam, o Estado, que busca o interesse público, e o investidor particular, que visa o lucro, a administração deverá compreender sempre o órgão colegiado (art. 240), justificando-se ainda o funcionamento permanente do Conselho Fiscal.”* Exposição de motivos n°. 196, de 24 de junho de 1974

capítulos anteriores. Assim, independentemente de terem ou não seus valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, os administradores das Sociedades de Economia Mista devem obediência às mesmas regras que os administradores das companhias privadas abertas (p. ex. art. 118 §5º, 147§2º, art. 155§1º, 157, caput e §1º, §4º e §6º, dentre outros).

Frise-se que diferentemente do que prevê o art. 238, que contém disposição equivalente em relação ao acionista controlador, porém, a excetua em relação à possibilidade de direcionamento da sociedade a fim de atender ao “*interesse público que justificou sua criação*”, o parágrafo único do art. 239 equipara, sem qualquer exceção, os administradores das Sociedades de Economia Mista aos das companhias privadas abertas. Essa equiparação é salutar, porém, deve ser interpretada com cuidado, conforme será demonstrado em detalhes no próximo capítulo.

Finalmente, o art. 240 torna obrigatório o funcionamento do Conselho Fiscal em Sociedades de Economia Mista, a exemplo do que dispõe o art. 239 em relação ao Conselho de Administração. O Conselho Fiscal, com missão eminentemente fiscalizadora, é órgão de existência obrigatória e funcionamento facultativo nas sociedades privadas, conforme o art. 161 da Lei de Sociedades Anônimas. O art. 240 torna seu funcionamento obrigatório nas Sociedades de Economia Mista, o que é plenamente justificável, considerando, por um lado, a existência de sócios com interesses potencialmente divergentes, e, por outro, a natureza pública de parte dos recursos aportados na sociedade, o que justifica a maior fiscalização a que as Sociedades de Economia Mista estão sujeitas.

O Conselho Fiscal das Sociedades de Economia Mista funcionará da mesma maneira que os das sociedades privadas, exceto no tocante à sua composição: o art. 240 garante aos acionistas não-controladores a indicação de até dois membros para o Conselho, caso a sociedade possua ações preferenciais, sendo um indicado pelos detentores das ações ordinárias e outro pelos detentores das preferenciais. Caso a sociedade possua apenas ações ordinárias, os não-controladores indicarão apenas um membro para o Conselho Fiscal. Excetuado esse aspecto, bem como ressalvadas as regras relativas à instalação do Conselho Fiscal – inaplicáveis às Sociedades de

Economia Mista, por ser nestas órgão de funcionamento permanente-, os Conselhos Fiscais de Sociedades de Economia Mista e companhias privadas terão funcionamento idêntico.

Finalizada a análise dos artigos da Lei de Sociedades Anônimas aplicáveis às Sociedades de Economia Mista, resta agora sistematizar qual o regramento jurídico das Sociedades de Economia Mista.

Como já visto, as Sociedades de Economia Mista adotarão sempre a forma de sociedades anônimas. Ou seja, as Sociedades de Economia Mista são uma forma especial de sociedade anônima, qualificadas pela natureza diversa de seus sócios (públicos e privados). Entretanto, não deixam de ser genuínas sociedades anônimas. Afirmamos isso a fim de nos contrapor à corrente doutrinária que entende serem as Sociedades de Economia Mista um tipo societário *sui generis*, apenas equiparado às “sociedades comerciais”. Nesse sentido, Modesto Carvalhosa:

*“Nas relações externas – quod extra- prevalecem as leis aplicáveis às empresas privadas no plano contratual (contrato privado) e extracontratual. Serão, assim, as sociedades mistas, no que respeita às suas atividades empresariais e, portanto, às suas relações com terceiros, equiparadas às empresas comerciais, ainda que os fins dessa atividade visem o interesse público e sejam elas pessoas de direito privado “sui generis” (art. 4º e 5º do Dec.-Lei n.200, de 1967). Não há, portanto, nas relações negociais das sociedades de economia mista nenhuma imposição ou prevalência das leis administrativas.”*<sup>335</sup>

Ora, tal posicionamento não se sustenta. Toda a regulamentação das Sociedades de Economia Mista aponta no sentido de que estas são uma forma de associação entre o poder público e capitais privados, que é formalizada por meio de um tipo societário pré-definido: a sociedade anônima. São assim, efetivas sociedades anônimas, qualificadas pela natureza especial de seu sócio controlador, que é público. É o que se extrai do art. 173, §1º, II da Constituição Federal (que prevê a sujeição e não a mera equiparação das Sociedades de Economia Mista ao “regime jurídico próprio das empresas privadas”);

---

<sup>335</sup> Ob. cit. p. 384



do art. 5º, III do Decreto Lei nº. 200/1967 (que claramente afirma serem as Sociedades de Economia Mista dotadas de personalidade jurídica de privada, sob a forma de sociedades anônimas) e do art. 235 da Lei de Sociedades Anônimas (que trata as Sociedades de Economia Mista como “*sociedades anônimas de economia mista*” e “*companhias abertas de economia mista*”).

Portanto, concluímos que as Sociedades de Economia Mista não são pessoas jurídicas *sui generis* e extraordinárias, meramente equiparadas às sociedades comerciais. São efetivamente sociedades anônimas, que se diferenciam das demais por um único – porém relevante – detalhe: possuem seu capital votante majoritariamente detido pelo Poder Público. Trata-se, em nossa opinião, de situação semelhante às companhias abertas e fechadas: não são um tipo societário à parte, apenas sociedades anônimas qualificadas por uma qualidade especial: terem ou não valores mobiliários de sua emissão autorizados a serem negociados no mercado de valores mobiliários (art. 4º da Lei de Sociedades Anônimas).

Assim, discordamos veementemente da tese segundo a qual as Sociedades de Economia Mista são um tipo *sui generis* de pessoa jurídica. São, efetivamente, sociedades anônimas, que é a forma jurídica que o legislador optou para abrigar este tipo especial de união de capitais privados e públicos para a consecução de atividades econômicas.

Dessa constatação decorre, logicamente, o disposto no art. 235 da Lei de Sociedades Anônimas, segundo o qual as sociedades anônimas de Economia Mista estão sujeitas àquele diploma legal, “*sem prejuízo das disposições especiais de lei federal*”.<sup>336</sup> Ora, sendo efetivamente sociedades anônimas, as Sociedades de Economia Mista, em tudo o que não for expressamente ressalvado por lei federal, terão o mesmo tratamento dado às companhias privadas. As principais ressalvas são feitas pela própria

---

<sup>336</sup> Sobre o tema, Paulo B. de Araújo Lima leciona com propriedade: “*Vale dizer, o legislador não pretendeu, com esse Capítulo próprio, lançar um código rígido de regência dessas sociedades que esgotasse a capacidade de reformulações nos direitos e obrigações societárias entre o Poder Público e particulares. Dependendo da sua importância e de suas peculiaridades, a lei federal poderá atribuir à determinada sociedade regras especialíssimas que refujam à Lei geral e ao Capítulo, e que regeriam em particular esta sociedade. É o que decorre da simples leitura do art. 235, pois ali se diz submissão a essa Lei, mas sem prejuízo de disposições ou regras especiais. Manteve-se, pois, intocável, a maleabilidade criativa do Estado em se reorganizar para assumir tarefas antes fora de suas cogitações.*” Ob. cit. p. 40.

LSA, nos artigos 236 a 240, já analisados. Entretanto, existem outras em leis esparsas, como por exemplo o art. 2º, I da Lei 11.101/2005, que afasta do procedimento falimentar as Sociedades de Economia Mista, e cuja análise pormenorizada demandaria um trabalho autônomo.

Entretanto, as principais exceções às regras gerais das sociedades anônimas no que concerne às Sociedades de Economia Mista são encontradas nas próprias leis que autorizam sua criação, que, com frequência, afastam a aplicação de dispositivos próprios da Lei de Sociedades Anônimas, ou criam regras alternativas, destinadas a regular situações específicas e peculiares, que, para o legislador, mereçam tratamento diverso a fim de atender ao interesse público que justificou a criação daquela Sociedade de Economia Mista. Não é objetivo desse trabalho a análise de leis específicas que autorizam a criação de Sociedades de Economia Mista, sendo suficiente mencionar que, com frequência, estas alteram a forma de indicação dos conselheiros e diretores dessas sociedades, estabelecendo que estes serão indicados diretamente pelo Poder Público controlador, e não da forma prevista para as companhias privadas (pela Assembleia Geral e pelo Conselho de Administração, respectivamente). Obviamente, outras exceções pontuais são encontradas em leis esparsas, não sendo, entretanto, objeto desse estudo a análise individualizada das mesmas. Nos basta citar dois exemplos, apontados por Paulo B. de Araújo Lima:

*“Os estatutos do Banco do Brasil representam um exemplo bem característico. Ali, ao se fazer a sua adaptação à Lei nº. 6.404, manteve-se intacta a regra antiga de que o seu Presidente é de nomeação do Presidente da República.*

...

*A Petrobrás representa uma exceção ainda mais contundente. Aqui, o chefe da nação nomeia não só o presidente da Companhia, como também 3 membros do Conselho de Administração e mais 3 diretores, alterando completamente as normas da Lei nº. 6.404 sobre administração de sociedades de economia mista.”<sup>337</sup>*

---

<sup>337</sup> Ob. cit. p. 40/41. Frisamos que não pesquisamos as formas de indicação dos administradores do Banco do Brasil e da Petrobras na atualidade, que podem ter sido alteradas após a edição da Obra de Paulo B. de

Sobre esse tópico, Fran Martins:

*“Como tem sempre sido destacado pelos estudiosos, o Estado se reserva o direito de alterar, quando se trata de sociedade de economia mista, algumas regras das sociedades anônimas comuns, em virtude de, que naquelas sociedades, a maioria das ações pertencer a entidades estatais que, assim, têm o controle social. A lei atual também explicitou esse poder do Estado ao estatuir que “as sociedades de economia mista estão sujeitas a esta Lei, sem prejuízo das disposições especiais de lei federal”. É através dessas disposições especiais, aliadas ao fato de ser majoritário no que tange às ações votantes, que o Estado intervém nas sociedades de economia mista.*

*Mas, como já advertiu o Prof. Themístocles Brandão Cavalcante, essas alterações das normas comuns das sociedades anônimas não podem “atingir a essência mesma do instituto”, donde não ser discricionário o poder do Estado em relação às derrogações que podem ser feitas às regras gerais das sociedades anônimas comuns. As disposições especiais de lei federal visam, sobretudo, a garantia da predominância da vontade estatal na sociedade, pelo fato de participar o Estado com a maioria do capital votante, equiparando-se, assim, ao acionista controlador das anônimas comuns (art. 238). Mas não deve ser alterada a estrutura das sociedades anônimas, como infelizmente tem sido feito, mesmo depois de entrada em vigor a presente lei, por sociedades de economia mista cujo estatuto reformado foi, inclusive, aprovado por decreto do Governo Federal; o que a lei especial pode dispor é que haja alteração de certas normas que, por pertencerem ao direito comum das sociedades anônimas, contam de disposições estatutárias. Assim, em vez de serem feitas eleições para administradores da sociedade, poderá o Estado, através da entidade a que estiver ligada a companhia, nomear ou indicar os seus representantes, desde que a minoria, que é constituída pelos acionistas particulares, seja representada não apenas na administração geral como no Conselho Fiscal da entidade. ...*

*Em tais condições, deve-se considerar que, apesar de poder a lei especial modificar regras constantes da lei das sociedades anônimas, essas alterações não*

---

Araújo Lima. Nossa intenção é simplesmente exemplificar em que medida leis esparsas podem afastar a incidência das normas da Lei de Sociedades Anônimas às Sociedades de Economia Mista.

*devem afetar a estrutura normal de tais sociedades, as companhias de economia mista, uma vez autorizadas, por diploma legal, a se constituir, obedecerão na sua constituição às normas comuns de constituição das sociedades anônimas em geral, somente sendo dispensada a realização de atos que constem expressamente da autorização legal. Essas alterações visam apenas a preservar a situação de acionista majoritário do Estado, nunca porém, com prejuízos para os direitos dos acionistas minoritários, que são garantidos pelo disposto no art. 109 o qual, na sua plenitude, deverá ser cumprido pela sociedade.”<sup>338</sup>*

Assim, concluímos que as Sociedades de Economia Mista são, efetivamente, sociedades anônimas, que se distinguem das demais pela peculiaridade de serem controladas pelo Poder Público. Em razão de tal característica, são regidas por algumas regras especiais, que pontualmente afastam a incidência das regras gerais aplicáveis às companhias privadas. Porém, as normas específicas aplicáveis às Sociedades de Economia Mista são excepcionais. Na ausência de disposição legal expressa em contrário, prevalecem em sua inteireza as regras atinentes às sociedades anônimas em geral, não sendo lícita a adoção de interpretações que mitiguem ou afastem a incidência dessas regras às Sociedades de Economia Mista. Entender de forma contrária significaria violar a disposição constitucional expressa que determina serem essas sociedades sujeitas ao regime próprio das “*empresas privadas*”. Logo, em todos os aspectos a respeito dos quais não houver exceção legal expressa, as Sociedades de Economia Mista serão regidas pelas mesmas regras que as sociedades anônimas privadas.

Encerramos, assim, a análise dos dispositivos legais que regulam as Sociedades de Economia Mista. Passaremos agora às considerações a respeito do modelo de Governança Corporativa aplicável às Sociedades de Economia Mista no Brasil.

---

<sup>338</sup> Ob. cit. p. 975/976.

## **CAPÍTULO XI – MODELO DE GOVERNANÇA NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA**

No capítulo V, defendemos o modelo de Governança Corporativa direcionado à maximização do retorno dos acionistas. Demonstramos ainda que, em nossa opinião, é o modelo vigente no Brasil, não obstante a redação dúbia contida no art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas. Nos cabe agora analisar o modelo de Governança aplicável às Sociedades de Economia Mista.

No capítulo anterior, vimos que as sociedades anônimas de Economia Mista são regidas pela Lei de Sociedades Anônimas, se submetendo às mesmas regras aplicáveis às sociedades privadas, excetuadas as ressalvas previstas na própria Lei de Sociedades Anônimas e em outros dispositivos legais.

A primeira diferença entre as anônimas privadas e as de Economia Mista no que concerne seu modelo de Governança diz respeito à existência e funcionamento obrigatório dos Conselhos de Administração e Fiscal, respectivamente: obrigatório para as últimas e facultativo, como regra geral, para as primeiras. Como vimos, apenas as privadas abertas e de capital autorizado são obrigadas a possuir Conselho de Administração, e o funcionamento do Conselho Fiscal depende de requerimento de acionistas, nos termos do art. 161 da Lei de Sociedades Anônimas.

A obrigatoriedade desses dois Conselhos nas Sociedades de Economia Mista, prevista nos artigos 239 e 240 da Lei de Sociedades Anônimas, apesar de louvável, tem pouca importância prática. Isso porque as sociedades anônimas que se dedicam a empresas de vulto e que contam com número relevante de sócios, via de regra, já possuem esses Conselhos funcionando, seja por serem abertas, seja por ser uma exigência do próprio mercado – incluída dentro das chamadas “boas práticas” de Governança Corporativa. Assim, não há relevante diferença entre as Sociedades de Economia Mista e suas congêneres privadas, de porte equivalente: todas possuem Conselho de Administração, e têm, em funcionamento, o Conselho Fiscal – ainda que por motivos diversos.

A principal diferença entre os modelos de Governança a que se submetem as companhias privadas e as Sociedades de Economia Mista diz respeito à definição do fim social.

Nos capítulos anteriores, vimos, com sustentação na mais abalada doutrina do Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima e na própria Lei de Sociedades Anônimas, que o fim das sociedades privadas é o lucro, e que a reiterada incapacidade da companhia em alcançá-lo pode inclusive ensejar a dissolução da pessoa jurídica. Entretanto, não podemos dizer o mesmo das Sociedades de Economia Mista.

Conforme já analisado, para que determinada atividade seja explorada por uma Sociedade de Economia Mista, considerando a subsidiariedade da atuação econômica do Estado definida pela Constituição Federal, deve haver justificativa relevante fundada no interesse público. Literalmente, essa exploração só pode ocorrer a fim de se atender aos “*imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo*”.<sup>339</sup>

Ora, diante disso, podemos afirmar que quando uma Sociedade de Economia Mista se lança em um empreendimento comercial, não o faz exclusivamente em busca do lucro, como as sociedades privadas. Não pode o Estado, ao menos sob a égide da atual Constituição, explorar atividade econômica exclusivamente em busca de retorno financeiro<sup>340</sup>. Pelo contrário, ao fazê-lo, deve estar buscando o atendimento aos “*imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo*”.

---

<sup>339</sup> Trata-se, conforme corretamente ressalta Tadeu Rabelo Pereira, de espécie de poder-dever: “*Surge evidentemente aqui a idéia de que o dispositivo constitucional em exame não estabelece uma “faculdade” para o Poder Público de “intromissão” no campo reservado aos particulares, mas sim, como é peculiar a toda atividade estatal, um poder-dever, uma função, a cujo desempenho está obrigado o administrador. Verificado que a intervenção na economia constitui o meio idôneo para o atendimento dos imperativos de segurança nacional ou do relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei, impõe-se a sua concretização.*” Ob. cit. p. 52.

<sup>340</sup> Apesar de ser uma questão que merece um estudo mais aprofundado, pode-se discutir se o Estado é autorizado a explorar atividade econômica com o exclusivo fim de obter recursos financeiros, desde que utilize-os para atender os “*imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo*”. Ora, é certo que as receitas financeiras obtidas pelo Estado, se aplicadas regularmente, serão revertidas a fim de atender o interesse público. Sobre esse interessante tema, M. T. de Carvalho Britto Davis, citando a opinião de Pietro Meschini, no ob. cit. p. 166:

“*Prosseguindo, e ainda apoiando-se em ALESSI, argumenta então MESCHINI, a nosso ver de maneira contraditória e imprecisa, que é possível, quando não interessar ao Estado satisfazer diretamente um fim público primário – caso em que se admite auferir um lucro, isto é, “à obtenção e arrecadação de recursos monetários que, pelo menos no âmbito de uma economia de troca com a nossa, a administração pública absolutamente não poderia dispensar” – e de perseguir tais fins através de*

Por outro lado, vimos no capítulo anterior que, feita a escolha pela exploração estatal de determinada atividade econômica, esta pode se dar com recursos exclusivamente próprios ou em parceria com a iniciativa privada. Uma das formas de viabilizar essa parceria é exatamente as Sociedades de Economia Mista.

Logo, ao decidir pela constituição de Sociedade de Economia Mista, o Poder Público revela necessitar de recursos privados para atender aos “*imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo*”, ou ao menos considera conveniente ou oportuna essa associação. Convida, então, os particulares, para financiarem a empreitada comercial, criada com o fim primeiro de atender a uma demanda de segurança nacional ou a um interesse coletivo.

Ocorre que, em uma sociedade capitalista, quem tem o dever de prover a segurança nacional e cuidar do interesse coletivo é, via de regra, o Estado. Os particulares que financiam a exploração de atividade econômica destinada a atender esses interesses o fazem como um investimento, ou seja, pretendem ter um retorno financeiro com isso<sup>341</sup>. Assim, nos parece evidente que a utilização de Sociedade de

---

*“entes especialmente constituídos”, capazes de proporcionar aos diversos entes públicos “a disponibilidade dos indispensáveis instrumentos de ação administrativa”; arrematando que “sob o ponto-de-vista dogmático, parece efetivamente correto incluí-los também na grande categoria dos entes públicos. Sem embargos da autoridade do insigne professor italiano e daqueles doutrinadores, nos quais se apoiou, é diverso o nosso entendimento. MESCHINI, porém, não ficou somente neste ponto pois, censura a opinião dos autores, que considera superada, os quais concebem a consecução do lucro como um fim necessário e exclusivamente privado.”*

Entendemos que ter o lucro como um fim é uma exclusividade das sociedades. O Estado, a exemplo das associações, pode obter lucro em decorrência de suas atividades, porém, esse lucro deve ser compreendido como um meio para possibilitar o cumprimento de seus fins precípuos, que no caso do Estado é o atendimento ao interesse público.

Ainda que não tenhamos analisado a questão com toda profundidade devida, não nos restam dúvidas de que a exploração pura e simples de atividade econômica pelo Estado, ainda que sob a justificativa de que os lucros seriam direcionados ao atendimento do interesse público não se coaduna com a subsidiariedade da atuação estatal na Economia ditada pelo art. 173 da Carta, que é clara ao determinar que essa atuação só poderá se dar quando necessária ao atendimento do interesse público, isso é, quando a exploração estatal da atividade, em si, for necessária. O art. 173 determina que a exploração da atividade econômica - e não os recursos oriundos dessa exploração - deve ser necessária ao atendimento do interesse público.

Não entendemos, assim, viável a interpretação de que a exploração de atividade econômica pelo Estado a fim de que angariar recursos que seriam então utilizados para os fins indicados no caput do art. 173 seria possível. Entretanto, não podemos negar que, em tese, a arrecadação de recursos pelo Estado por meio da exploração de atividade econômica poderia ser entendida como uma forma indireta de atendimento ao interesse público, apesar dessa prática, ressaltamos, não se coadunar com a atual ordem constitucional.

<sup>341</sup> Nesse sentido, Tadeu Rabelo Pereira: “*No que concerne às empresas estatais, a questão é relevante na medida em que a adoção de uma ou outra posição pode significar que a empresa constituída pelo Poder*

Economia Mista, via de regra, só será viável quando a atividade econômica a ser explorada seja superavitária, isso é, possa, simultaneamente, atender ao interesse público que justificou sua criação e gerar receita destinada a remunerar o investimento dos sócios privados. Sendo deficitária, não há justificativa para que seja explorada por meio de uma Sociedade de Economia Mista, uma vez que sócio privado algum teria interesse em financiar tal empresa<sup>342</sup>.

Fica evidenciado, assim, o conflito de interesses original que permeia as Sociedades de Economia Mista: a coexistência de sócios com interesses fundamentalmente diversos e potencialmente conflitantes: o controlador público, que tem por objetivo atender aos “*imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo*” e os sócios privados, que desejam maximizar o retorno de seus investimentos.

Devemos ressaltar que, apesar de diversos, nem sempre esses interesses são conflitantes. Por vezes, o incremento das atividades da sociedade levará a um melhor atendimento do interesse público para o qual foi criada e, simultaneamente, à elevação do retorno dos acionistas. O real problema se verifica quando os interesses são conflitantes, isso é, para que seja atendido o interesse público para o qual a sociedade foi criada, sejam necessárias medidas que impliquem a redução do retorno financeiro dos acionistas. Nesses casos, o que fazer? Seria possível, como defendem alguns, que os interesses dos acionistas privados fossem considerados secundários, podendo sempre ser sacrificados em prol do atendimento do bem comum, ainda que isso inviabilizasse um retorno adequado aos acionistas privados? Voltaremos a essa questão em breve.

---

*Público, ao lado das finalidades que justificaram sua criação, deve também perseguir sempre a realização de um excedente econômico. É mais que evidente que o intuito do particular que constitui uma empresa, assumindo a posição de empresário, será dela extrair a maior utilidade econômica possível, orientando, portanto, a sua atividade no sentido da maximização dos lucros.” Ob. cit. p. 64.*

<sup>342</sup> É possível que atividades deficitárias sejam exploradas por particulares. Entretanto, essa situação demanda que uma forma alternativa de remuneração para os particulares seja fixada. Por exemplo, nas concessões de linhas de transporte público metropolitano é comum a existência de “câmaras de compensação”, por meio da qual as concessionárias de linhas deficitárias recebem um “complemento” às receitas oriundas das passagens, pago pelas concessionárias de linhas lucrativas, a fim de viabilizar a exploração econômica das primeiras. Outra forma possível é a concessão de serviços em “lotes”, comum nas concessões para exploração de pedágios rodoviários: geralmente as concessionárias exploram um lote de rodovias, com estradas superavitárias e deficitárias (considerando o custo de manutenção e o volume de carros que trafegam), de modo que as receitas das primeiras servem para cobrir os custos das últimas e ainda servir como retorno do investimento dos particulares. Entretanto, sem esses artificios, não é possível pensar na exploração de atividade deficitária total ou parcialmente por particulares.



Sobre o conflito de interesses presente nas Sociedades de Economia Mista, M. T. de Carvalho Britto Davis cita o posicionamento de A. Almeida Paiva:

*“Naquele mesmo artigo, A. Almeida Paiva, lembrando-nos que é exato que as s.e.m. foram acolhidas com entusiasmo, posto que se apresentavam como corretivo feliz não só da gestão puramente egoística dos particulares, como, também, da gestão estatal, cedo começaram as críticas e apontá-las como oriundas de associação que “forçosamente teria de levá-las a uma contradição insanável, expressa no antagonismo entre os interesses do Estado, que só tem em vista o bem público, e o interesse do particulares, sempre cioso de maiores lucros”.*<sup>343</sup>

Segue citando objeção semelhante exposta por Bilac Pinto:

*“Naquela erudita e substanciosa Conferência, BILAC PINTO, após reproduzir opiniões de ZWAHLEN, R. KAEPPELIN, R. RACINE BATSON e J. THURSTON, em torno do alegado e inevitável conflito entre o interesse público e o privado, refere-se, por igual, à seguinte opinião de MAURICE BYÉ, (in “lês Nationalisations en France et à l'étranger”, Recueil Sirey, m 1948, pág. 5) das quais o atual Embaixador se serve para sublinhar que em diferentes países, as objeções formuladas são todas coincidentes em argüir o conflito insolúvel entre os dois interesses. Segundo BYÉ este é um defeito insanável das s.e.m., simultâneamente com as tendências socializantes surgidas a partir da 1ª Guerra Mundial, acrescentando: “É muito desigual a partilha entre o interesse público indissoluvelmente vinculado ao negócio e os interesses privados que podem, a qualquer momento, por uma simples operação de bolsa, evadir-se. Uma posição minoritária dá ao Estado, sem dúvida, o direito de acompanhar a vida da empresa, mas o obriga a suportar riscos que ele será impotente para evitar. Uma posição majoritária, se se trata de um serviço público, possibilita o nascimento de um dissídio irremediável entre a minoria que busca o lucro e a maioria que visa ao interesse público”.*<sup>344</sup>

---

<sup>343</sup> Ob. cit. p. 147/148.

<sup>344</sup> Ob. cit. p. 159

M. T. de Carvalho Britto Davis então conclui, reconhecendo a existência do conflito de interesses, porém, considerando-o solúvel, sem, entretanto, dizer como tal solução se daria.

O próprio legislador, na exposição de motivos da Lei 6.404/76 reconhece esse conflito, nos seguintes termos: *”Na sociedade mista, dada a existência, por definição, de grupos de acionistas com interesses distintos, quais sejam, o Estado, que busca o interesse público, e o investidor particular, que visa o lucro, a administração deverá compreender sempre o órgão colegiado (art. 240), justificando-se ainda o funcionamento permanente do Conselho Fiscal.”*

A existência do pontencial conflito de interesses nos parece, assim, evidente, não obstante parte da doutrina o mitigue ou mesmo considere-o inexistente, como faz Carvalhosa, como veremos em breve.

Reconhecido o conflito, o legislador, por meio do art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas – que em nossa opinião constitui inquestionavelmente a maior contribuição dada pela lei à regulação das Sociedades de Economia Mista-, tentou resolvê-lo, nos seguintes termos:

*“Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.”*

O dispositivo em questão, como dito no capítulo anterior, é central para a definição do modelo de Governança Corporativa aplicável às Sociedades de Economia Mista. Como dito há algumas páginas, as sociedades privadas estão, no Brasil, sujeitas ao modelo de Governança direcionado à maximização do retorno dos acionistas. Entretanto, essa afirmativa não pode ser feita em relação às Sociedades de Economia Mista, em razão da expressa autorização para que o acionista controlador a oriente de modo a atender *“ao interesse público que justificou sua criação”*, que é içado à condição de fim social da companhia, ao lado do lucro (mas não acima deste).

O primeiro ponto a ser analisado diz respeito à exata extensão da autorização contida no dispositivo. Poder-se-ia argumentar que, sendo direcionado somente ao acionista controlador, o dispositivo em questão não geraria efeitos sobre conselheiros e diretores. Não entendemos dessa maneira.

Ora, essa análise tem que partir das seguintes premissas: 1) As Sociedade de Economia Mista necessariamente contam com um acionista que deterá a maioria das ações com direito a voto, que será sempre o Poder Público; 2) O Poder Público, tendo a maioria das ações votantes, elegerá sempre a maioria dos membros do Conselho de Administração, nos termos dos art. 129 e 140 da Lei de Sociedades Anônimas; 3) Os membros do Conselho de Administração indicados pelo Poder Público terão sempre o poder de fixar a orientação geral dos negócios da companhia e eleger todos os diretores, nos termos do art. 140, IV e 142, I e II da Lei de Sociedades Anônimas; 4) Os diretores respondem ao Conselho de Administração, podendo ser destituídos a qualquer momento caso deixem de cumprir suas orientações, nos termos do art. 142, II e III da Lei de Sociedades Anônimas.

Verifica-se, assim, que nas Sociedades de Economia Mista, diferentemente das companhias onde não há um controlador definido ou aquele que exerce o controle não possui a maioria das ações com direito a voto, podemos garantir que o Poder Público exercerá controle absoluto sobre os rumos da sociedade, elegendo a maioria dos conselheiros e, por meio destes, todos os diretores, imprimindo assim de forma absoluta sua vontade sobre os rumos da sociedade. Nesse sentido, leciona Fran Martins ao comentar o dispositivo em questão:

*“Ao associar-se aos particulares nas sociedades de economia mista, o Estado visa a influir na administração destas (tanto que deverá ter sempre a maioria do capital votante) e os administradores, na realidade, manifestarão, na companhia, a vontade estatal.”*<sup>345</sup>

Diante desse panorama, e considerando que a gestão efetiva da sociedade cabe ao Conselho de Administração e principalmente à Diretoria, nos termos dos art. 142, VI

---

<sup>345</sup> Ob. cit. p. 983.

e VIII, 143 §2º e 144 da Lei de Sociedades Anônimas, dentre outros, nos parece claro que a autorização para que o acionista controlador da Sociedade de Economia Mista direcione as suas atividades de forma peculiar permite a ele orientar o Conselho de Administração e este, por sua vez, a Diretoria, a praticarem os atos e medidas necessários para que “*o interesse público que justificou*” a criação da Sociedade de Economia Mista seja atendido. Em outras palavras, o art. 238, apesar de não mencionar expressamente, influi de forma decisiva não somente sobre as decisões que serão tomadas pelo controlador na Assembleia Geral, mas também sobre as que vierem a ser tomadas pelo Conselho de Administração e pela Diretoria. Sob a égide do art. 238, os conselheiros e diretores - os primeiros sob orientação do controlador (na verdade, ao menos formalmente, da Assembleia Geral, que é dominada pelo controlador), e os últimos sob orientação dos primeiros – também podem agir de modo a que seja atendido ao interesse público que justificou a criação da Sociedade de Economia Mista, obviamente nos limites e da forma como determinado pelo controlador. Assim, o art. 238 influi de forma decisiva sobre a interpretação a ser dada ao art. 154, ambos da Lei de Sociedades Anônimas.

Isso porque, como já visto, o art. 154 determina que os administradores deverão gerir a companhia de modo a que esta atinja seu fim social, que para as sociedades privadas é o lucro. Entretanto, nas Sociedades de Economia Mista, o fim social é diverso, correspondendo simultaneamente à obtenção de lucro e atendimento à demanda social específica que justificou a sua criação, de maneira equilibrada, como será demonstrado à frente. Assim, os administradores que, atendendo à orientação expressa do controlador, gerem a sociedade de modo a alcançar o fim social para qual a sociedade foi criada (e não um fim social qualquer, como será visto à frente), ainda que haja impacto previsível e negativo sobre os resultados, não podem, em princípio, ser responsabilizados com base na pretensa violação ao caput do art. 154. Somos da opinião, portanto, que o art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas, apesar de formalmente direcionado ao acionista controlador, influi também de forma decisiva sobre os administradores, que em algumas situações poderão direcionar a sociedade para fins que não a obtenção do lucro sem que possam ser responsabilizados – desde que cumpridos alguns requisitos que serão abordados à frente. A autorização explícita contida no art. 238 implicitamente também autoriza o controlador a direcionar os órgãos de gestão da companhia de Economia Mista a gerirem a companhia no sentido de

alcançar o fim social mencionado. Esse direcionamento dos órgãos de gestão, em nossa opinião, se encontra abarcado pela “orientação” prevista no art. 238.

Entender de forma contrária significaria esvaziar de todo a norma do art. 238. Se a autorização contida nesse dispositivo legal se resumisse à atuação do controlador na Assembleia Geral, mas não influísse sobre os deveres dos conselheiros e diretores, haveria situação evidentemente insustentável: o controlador orientaria os conselheiros a tomarem medidas no sentido de atender ao fim social para o qual a Sociedade de Economia Mista foi criada e que poderiam impactar de forma negativa sobre os resultados da companhia, e estes se recusariam, uma vez que não estariam agindo no sentido de ser atingido o fim social da sociedade, que é, *a priori*, o lucro.

Em verdade, se analisado a fundo, o que o art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas faz é alterar o fim social das Sociedades de Economia Mista, que deixa de ser o lucro, como nas sociedades privadas, e passa a ser duplo: o lucro e a demanda social que justificou a sua criação. Sob a égide desse novo fim social, tanto o controlador quanto os administradores podem – na verdade devem- orientar a sociedade e atuar de modo a que ela, simultaneamente, atenda à demanda social que justificou a sua criação e gere lucro.

Assim, o que o art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas autoriza é que a sociedade seja orientada de modo a atender simultaneamente o lucro e o interesse público que justificou a sua criação. Explicita que a Sociedade de Economia Mista não possui como fim social exclusivo o lucro, mas, além dele, uma demanda social que justificou a sua criação. E o acionista controlador pode orientar a sociedade – inclusive os administradores- no sentido de que esse fim seja alcançado, ainda que, em algumas situações, em detrimento da lucratividade da companhia. O dispositivo implicitamente autoriza ainda os conselheiros e diretores a, seguindo a orientação do controlador, agirem em prol do interesse público que justificou a criação da sociedade, sem que possam ser responsabilizados por isso, uma vez que estariam, em cumprimento ao art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas, perseguindo o fim social da companhia. Assim, apesar de explicitamente mencionar unicamente o acionista controlador, o art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas influi sobremaneira sobre os deveres dos administradores.

Voltaremos brevemente a esse ponto neste mesmo capítulo, abordando com detalhe os deveres dos administradores perante o controlador e a própria sociedade.

Visto isso, passaremos ao posicionamento da doutrina a respeito da interpretação a ser dada ao art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas. Antecipamos que boa parte da doutrina possui posicionamento com o qual não concordamos, por motivos que serão expostos a seguir.

Inicialmente, Modesto Carvalhosa, ao apresentar o que entende por uma interpretação razoável do dispositivo em questão, defende que o Estado ao direcionar as atividades da Sociedade de Economia Mista, deve fazê-lo de modo a atender o interesse público primário e não o secundário. O primário, para o autor, que adota a classificação de Alessi, seria o “*interesse da coletividade*”, enquanto o secundário “*o dos aparelhos estatais*”. Defende, em suma, que o Estado deve direcionar as atividades da Sociedade de Economia Mista em prol da comunidade, de modo a atender às demandas coletivas da população.

Ao tratar do conflito entre interesse público e lucratividade (que, em nossa opinião consiste exatamente no conflito entre sócios com interesses diversos que já abordamos, apesar do autor à frente expressamente afirmar que tal conflito não existiria) Carvalhosa defende que, além de não poder ser direcionada no sentido de atender ao interesse público secundário, a Sociedade de Economia Mista também não poderia ter como fim precípua o lucro. Em poucas palavras, o autor entende que a Sociedade de Economia Mista teria uma atividade-fim que seria a prestação de serviços direcionada ao atendimento do interesse público primário – essa atividade seria prioritária – e uma atividade-meio, consistente na “*prestação de serviços de natureza econômica, que se faz através de meios empresariais que gerem excedentes de capital, ou seja, lucros.*” Conclui que “*a lucratividade da sociedade de economia mista constitui um meio necessário para a consecução de seu fim, que é o de prestação de serviço público do interesse público primário*”.

Nesse sentido, distingue os conceitos de atividade econômica e economicidade, afirmando que o primeiro seria típico das sociedades privadas enquanto o último

caracterizaria a atividade econômica estatal – inclusive por meio de Sociedades de Economia Mista. Para o autor, a economicidade seria “*um método diretivo para as atividades das sociedades de economia mista, dispondo sobre o mérito do comportamento econômico destas. A economicidade, portanto, outorga à atividade das sociedades de economia mista a necessária instrumentalidade para a realização dos fins socioeconômicos para os quais foi criada. Assim, embora o fundamento da economicidade seja sempre ético-político, a sua formulação não pode prescindir da racionalidade econômica*”. A economicidade, pelo que se extrai das lições de Carvalho, corresponderia à pertinência dos meios econômicos utilizados pela sociedade para alcançar seu objetivo, que seria o atendimento ao interesse público primário. A atividade econômica, sendo um mero fim para que se atendam as demandas gerais da comunidade, deve ser explorada de modo a melhor atender a essas demandas, sendo o lucro secundário. Não seria, assim, a ótica econômica a orientar as atividades da sociedade, mas sim a ótica do atendimento ao interesse público primário a orientar a forma como as atividades econômicas seriam exploradas.<sup>346</sup> O lucro, se houver, é considerado claramente como um resultado secundário, que deve ceder sempre que incompatível com o pleno atendimento ao interesse público primário.

Haveria, assim, abuso no exercício do poder de controle quando a Sociedade de Economia Mista for direcionada à maximização dos lucros dos acionistas ou ao atendimento do interesse público secundário, isso é, em prol dos interesses corporativos do que o autor chamou de “*órgãos do Estado*” em vez de ser gerida de forma a atender o interesse geral da comunidade.

O autor, então, conclui, defendendo a inexistência de conflito entre os interesses do Estado e dos acionistas privados, uma vez que estes, quando se tornam sócios de uma Sociedade de Economia Mista, “*tem pleno conhecimento dos fins para os quais foi ela criada, ou seja, a prestação de serviços públicos de interesse público primário. Não*

---

<sup>346</sup> O autor se manifesta nos seguintes termos: “*Para isso, o critério de economicidade, enquanto expressão técnica de uma política econômica, determina à sociedade de economia mista situar-se num contexto transcendente das meras relações de causa e efeito, no que respeita ao mercado e seus preços e às suas margens. Coloca-as numa perspectiva superior ao interesse de lucro. Subvertem-se, no que respeita à atuação das sociedades mistas, os valores econômicos tradicionais, ou seja, individualistas, vindo a pesar nas suas opções os interesses da coletividade, que cabe ao Estado atender através de atividade empresarial.*” Ob. cit. p. 414.

*haverá, portanto, fundamento para que ao acionista privado questione a não-colocação do lucro como fim precípua da mesma*". Insiste, assim, em afirmar que o único conflito de interesses possível nessas sociedades decorreria do direcionamento da sociedade a fim de atender o interesse público secundário (como o interesse corporativo de seus funcionários) ou se esta se lançasse em uma busca desmesurada do lucro, sem atender ao interesse público. Como será demonstrado a seguir, não concordamos com essa posição.

Fran Martins, por sua vez, ao comentar o mesmo artigo da Lei de Sociedades Anônimas, afirma que, tendo uma função social, as Sociedades de Economia Mista devem atender "*não apenas aos interesses dos participantes da empresa como, igualmente, dos que nela trabalham e da comunidade em que atua. É a função social da empresa que a nova lei das sociedades anônimas procurou destacar.*"<sup>347</sup>

A par da função social – que, de acordo com os art. 116, p. único e 154, *caput* da Lei de Sociedades Anônimas, é comum a todas as sociedades anônimas e, como já defendido no capítulo V, na prática não influi na forma como a sociedade deve ser gerida, sendo espécie de norma programática– o autor ainda defende que as Sociedades de Economia Mista teriam um dever (e não uma faculdade) de se dedicar tanto a atender "*os interesses privados dos acionistas – como sociedades mercantis que são – mas devem também levar em conta o interesse público que justificou sua criação*". Esse direcionamento da Sociedade de Economia Mista em prol do interesse público que justificou sua criação, previsto no art. 238, seria "*uma oportunidade para que a lei ponha em prática a função social da empresa, que ao acionista controlador cabe fazer cumprir, segundo a regra taxativa do art. 116.*" Assim, para o autor, o direcionamento da Sociedade de Economia Mista para outro fim que não o lucro seria uma manifestação da já estudada função social da empresa<sup>348</sup>.

---

<sup>347</sup> Ob. cit. p.

<sup>348</sup> No capítulo V, tivemos a oportunidade de defender que a função social das sociedades, bem como seu direcionamento em prol do bem público ou dos interesses de *stakeholders* em geral, (conforme os art. 116 e 254 da Lei de Sociedades Anônimas) seria uma norma programática, que não poderia – nem deveria – ser utilizada como um alibi a permitir que os administradores ou o controlador praticassem atos em detrimento do interesse econômico dos acionistas. Em relação às Sociedades de Economia Mista, a possibilidade de que esta seja direcionada de forma a atender a outro fim que não a maximização do retorno dos acionistas é uma realidade incontestável, apesar de ser uma faculdade que deve ser exercida sob rígidos parâmetros, como será demonstrado à frente. Se essa possibilidade é ou não uma manifestação



Pedindo vênia aos respeitadores doutrinadores citados, não consideramos adequada a interpretação dada por eles ao art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas. Somos da opinião que essa interpretação pode levar – e já vem na prática levando em algumas situações- a uma utilização arbitrária das Sociedades de Economia Mista, que se transformam em meras franjas do Estado, em ilícito e flagrante prejuízo dos acionistas privados.

Antes de defender o que entendemos por uma interpretação realmente adequada do dispositivo em questão, é necessário tratar rapidamente do conceito de interesse público privado e secundário. Como vimos, Modesto Carvalhosa, adotando a classificação de Alessi, considera como interesse público primário o da sociedade em geral, enquanto o interesse público secundário consistiria no interesse dos “*aparelhos estatais*”.

Tadeu Rabelo Pereira, também adotando a clássica definição de Alessi, trata do interesse público nos seguintes termos:

*“Feito esse registro, parece-nos adequada aos objetivos do presente trabalho, que não reclama o aprofundamento do tema, a definição proposta por Renato Alessi que, após distinguir entre o interesse coletivo primário – “formado do complexo dos interesses individuais prevalecentes em uma determinada organização jurídica da coletividade” – e o secundário – pertinente à Administração como um ente autônomo – conclui que “o interesse assim chamado público não é nada mais que o interesse coletivo primário, considerado como objeto de tutela direta da ação administrativa”.*

*Por interesse público, desse modo, entenderemos genericamente o conjunto de interesses da coletividade – a expressão é tomada em sentido amplo, de modo a não restringir necessariamente o seu âmbito ao conjunto dos interesses que possam ser*

---

concreta – em vez do que acontece com os art. 116 e 254 da Lei de Sociedades Anônimas- da chamada função social da empresa, é questão de pouca ou nenhuma relevância prática. Em nossa opinião, o que é relevante é pontuar que, diferentemente das Sociedades de Economia Mista, que por expressa autorização legal podem ser geridas de forma a atender ao interesse público que justificou a sua criação – desde que dentro de certos parâmetros, como será demonstrado- as sociedades privadas não podem, sustentadas nas menções feitas nos art. 116 e 154 à sua função social, serem geridas em detrimento do seu fim social, que é o lucro.

*referidos à comunidade como um todo -, tomados como objeto de tutela pelo Estado em virtude da sua relevância, aferia esta perante a ordem jurídica.”<sup>349</sup>*

Também Celso Antônio Bandeira de Mello adota a distinção em questão:

*“Também assim melhor se compreenderá a distinção corrente da doutrina italiana entre interesses públicos ou interesses primários – que são os interesses da coletividade como um todo – e interesses secundários, que o Estado (pelo só fato de ser sujeitos de direitos) poderia ter como qualquer outra pessoa, isto é, independentemente de sua qualidade de servidor de interesses de terceiros: os da coletividade. Poderia, portanto, ter o interesse secundário de resistir ao pagamento de indenizações, ainda que procedentes, ou de denegar pretensões bem-fundadas que os administrados lhe fizessem, ou de cobrar tributos ou tarifas por valores exagerados. Estaria, por tal modo, defendendo interesses apenas “seus”, enquanto pessoa, enquanto entidade animada do propósito de despender o mínimo de recursos e abarrotar-se deles ao máximo. Não estaria, entretanto, atendendo ao interesse público, ao interesse primário, isto é, àquele que a lei aponta como sendo o interesse da coletividade: o da observância da ordem jurídica estabelecida a título de bem curar o interesse de todos.*

*Por isso os interesses secundários não são atendíveis senão quando coincidirem com interesses primários, únicos que podem ser perseguidos por quem axiomáticamente os encarna e representa. Percebe-se, pois que a Administração não pode proceder com a mesma desenvoltura e liberdade com que agem os particulares, ocupados na defesa das próprias conveniências, sob pena de trair sua missão própria e sua própria razão de existir”.*<sup>350</sup>

O autor ainda alerta para o fato de que o interesse público (nos parece claro que trata do interesse público primário, apesar de não o dizer expressamente), não se contrapõe necessariamente aos interesses individuais dos cidadãos. Pelo contrário, necessariamente coincide com os interesses de parte deles. Confira-se às fl. 70: *“Embora seja claro que pode haver um interesse público contraposto a um dado*

---

<sup>349</sup> Ob. cit. p. 83/84.

<sup>350</sup> Ob. cit. p. 44

*interesse individual, sem embargo, a toda evidência, não pode existir um interesse público que se choque com os interesses de cada um dos membros da sociedade. Esta simples e intuitiva percepção basta para exhibir a existência de uma relação íntima, indissolúvel, entre o chamado interesse público e os interesses ditos individuais”,* Enfim, define interesse público (primário) nos seguintes termos às fl. 75: “*Os interesses públicos correspondem à dimensão pública dos interesses individuais, ou seja, que consistem no plexo dos interesses dos indivíduos enquanto partícipes da Sociedade (entificada juridicamente no Estado) nisto incluído o depósito intertemporal destes mesmos interesses”*. E ressalta ponto importantíssimo para nossa discussão:

*“Com efeito, a estrutura do conceito de interesse público responde a uma categoria lógico-jurídica, que reclama tal identificação. Inversamente, a individuação dos múltiplos interesses públicos responde a conceitos jurídico-positivos.*

*Esclareçamos o alcance desta afirmativa. Uma coisa é a estrutura do interesse público, e outra é a inclusão e o próprio delineamento, no sistema normativo, de tal ou qual interesse que, perante este mesmo sistema, será reconhecido como dispendo desta qualidade. Vale dizer: não é de interesse público a norma, medida ou providência que tal ou qual pessoa ou grupo de pessoas estimem que deva sê-lo – por mais bem fundadas que estas opiniões o seja do ponto de vista político ou sociológico- ,mas aquele interesse que como tal haja sido qualificado em dado sistema normativo.”<sup>351</sup>*

Portanto, para o mestre administrativista, o interesse público primário não é algo etéreo, que nada tem a ver com os interesses individuais dos cidadãos. Pelo contrário, consiste na qualificação e universalização de interesses de parcela dos indivíduos pelo Estado, que passa a considerar aqueles interesses individuais uma meta a ser indiretamente perseguida por todos, por meio da atuação estatal. E essa universalização dos interesses particulares, “transformados” em interesse público é feita por meio de escolhas normativas. Ou seja, em resumo o interesse público consiste naquilo que a lei diz – expressa ou implicitamente- ser o interesse público. Essa característica do interesse público será relevante em nossas discussões.

---

<sup>351</sup>Ob. cit. p. 78/79

Vistas essas lições, passaremos a tecer algumas considerações a respeito de tese sobre a orientação a ser dada pelo ente público controlador às Sociedades de Economia Mista, com a qual não concordamos, e que aqui é representada pelo posicionamento esposado por Modesto Carvalhosa.

Como visto, Carvalhosa defende que as Sociedades de Economia Mista devam atuar, sempre, em prol do interesse público primário, que, como visto em suas próprias lições e nas lições de Celso Antônio Bandeira de Mello, consiste no interesse geral dos cidadãos, se contrapondo ao interesse público secundário, consistente no interesse da máquina estatal. Segundo essa tese, o controlador de Sociedade de Economia Mista deveria sempre orientá-la a fim de que restasse atendido o interesse geral da comunidade.

*A priori*, trata-se de tese atraente. Ora, quem poderia ser contrário ao atendimento, por uma Sociedade de Economia Mista, do interesse público primário? Entretanto, sua adoção, da forma defendida, mostra-se altamente inconveniente – e em nossa opinião, ilegal.

Como vimos, o art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas autoriza o controlador da Sociedade de Economia Mista a orientá-la “*de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação*.” Trata-se de permissão extraordinária, uma vez que, via de regra (isso é, no caso das sociedades privadas), o fim social a ser perseguido pela sociedade é o lucro. A redação legal é clara ao determinar que, em razão da natureza pública do seu controlador, excepcionalmente, as Sociedades de Economia Mistas podem ser orientadas a atender ao “*interesse público que justificou sua criação*”. Nos parece claro que a interpretação sugerida por Carvalhosa se afasta do texto legal e consiste em interpretação extensiva de regra excepcional<sup>352</sup>, quando é conhecida a regra segundo a qual as exceções devem ser interpretadas restritivamente. Ora, a interpretação de que a Sociedade de Economia Mista poderia ser orientada no sentido de atender, sem ressalvas, ao interesse público primário, esbarra na expressa autorização legal para que esta atenda não a qualquer demanda social que, justa ou injustamente, seja alçada ao

---

<sup>352</sup> É conhecida a regra de interpretação segundo a qual as exceções se interpretam restritivamente, razão pela qual devem ser sempre expressas.

elevado patamar de interesse público, mas especificamente o “*interesse público que justificou sua (da sociedade de economia mista) criação*”. A diferença é sutil, porém evidente: uma coisa é uma Sociedade de Economia Mista ser direcionada ao atendimento de uma demanda social qualquer considerada relevante pelo seu controlador, outra completamente diferente é a autorização, muito mais restrita, para que a Sociedade de Economia Mista seja orientada a atender não ao interesse público primário da forma como o conceitua a doutrina, mas a um interesse público específico e qualificado: aquele que justificou sua criação.

E, diante da dicção legal, entendemos que o art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas só autoriza o afastamento da Sociedade de Economia Mista do prumo natural das sociedades, que é a busca pelo lucro, quando tiver por objetivo o atendimento ao interesse público que justificou a sua criação, que na verdade não é o interesse público primário, mas uma demanda social específica, previamente identificada pelo Poder Público, e que ensejou a criação da sociedade de Economia Mista. Entendemos que o direcionamento da Sociedade de Economia Mista em prol do atendimento de uma demanda social qualquer, por mais meritória e justificável que seja, mas que não consista no interesse público que justificou a criação da Sociedade de Economia Mista, ou seja, uma demanda social específica e identificada, é ato ilegal, que configura abuso de controle e pode gerar a responsabilização dos administradores e do acionista controlador pelos prejuízos sofridos pelos acionistas privados. Passaremos a demonstrar os fundamentos de nossa tese.

Primeiramente, entendemos que o legislador, ao editar o artigo 238 da Lei de Sociedades Anônimas, teve a clara intenção de, por um lado, garantir ao ente público controlador a prerrogativa de livremente direcionar a Sociedade de Economia Mista a fim de atender à demanda social que justificou a sua criação. Por outro lado, pretendeu proteger os acionistas privados de terem o patrimônio investido nas Sociedades de Economia Mista utilizado para financiar atividades eminentemente estatais, como o combate à pobreza, à fome ou ao déficit habitacional, que, não obstante sua importância social, podem comprometer a lucratividade da Sociedade de Economia Mista e o retorno de seus investimentos. Essa intenção foi expressa na exposição de motivos da Lei de Sociedades Anônimas:

*“O artigo 238 é simétrico ao § 2º do artigo 2º que, como foi exposto, constitui questão fundamental para a efetiva defesa da minoria. No caso de sociedade de economia mista, além disso, se o objeto que autorizou a sua criação está definido em lei especial, seria injurídico pudesse ela desconhecê-lo, violá-lo e, por deliberação própria, lançar-se em outros empreendimentos.”*

No capítulo dedicado ao § 2º do artigo 2º, lê-se o seguinte:

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

Verifica-se, portanto, que o legislador ao editar a Lei de Sociedades Anônimas expressamente consignou que autorização para que o ente controlador direcione os negócios da Sociedade de Economia Mista a fim de atender ao interesse público que justificou sua criação teve por intenção não alargar, mas restringir os negócios a que podem se dedicar essas sociedades, de modo a evitar prejuízos aos acionistas não controladores. Ou seja, com base no que afirmou o legislador – a exposição de motivos sabidamente não é vinculante, mas fornece valiosos subsídios para a interpretação da lei- esse dispositivo deve ser interpretado como um limitador à discricionariedade do ente controlador, que não pode direcionar os negócios da Sociedade de Economia Mista a fim de que atender a qualquer interesse social, mas somente àquele que justificou a sua criação. Em outras palavras, as Sociedades de Economia Mista só podem se afastar de sua busca pelo lucro quando estiverem validamente buscando atender o interesse público que justificou sua criação. Fora dessa hipótese, o atendimento ao interesse público primário pela Sociedade de Economia Mista configura ilícito abuso de controle.

Temos ciência de que a tese é controversa. A objeção que apresentamos à busca pela Sociedade de Economia Mista do atendimento ao interesse público primário, se analisada superficialmente, poderia ser considerada teratológica. Afinal, quem poderia se opor à ação social de uma entidade controlada pelo Poder Público?

A principal objeção à tese segundo a qual a Sociedade de Economia Mista poderia ser direcionada, de maneira geral, ao atendimento do interesse público primário reside na ilimitada discricionariedade de ação do Poder Público decorrente da sua adoção.

Como já visto, o interesse público primário consiste em um conjunto de demandas sociais que devem ser atendidas pelo Poder Público. É ocioso demonstrar o quão amplas e diversas são essas demandas, que podem abarcar desde o acesso a saneamento básico até a garantia de tratamento médico adequado. É também ocioso demonstrar que os recursos públicos são limitados, sendo impossível o atendimento integral a todas as demandas sociais, por mais meritórias que sejam. Diante da escassez de recursos públicos e da proliferação de demandas sociais, cabe ao Poder Público, dentro das estreitas balizas legais, exercer poder discricionário e eleger, com base em seu senso de oportunidade e conveniência, as demandas que serão atendidas prioritariamente.

Diante desse cenário, e considerando, por um lado, os relativamente exíguos recursos públicos diante da magnitude das demandas sociais, e, por outro lado, o elevado poder econômico das Sociedades de Economia Mista, nos parece evidente que um administrador público zeloso e cioso de suas obrigações perante o bem público, tendo à sua disposição os vultosos recursos de uma Sociedade de Economia Mista, tenderia a orientá-la de modo a atender, ao menos em parte, as mais prementes demandas da população, ainda que em detrimento da lucratividade da sociedade. Diante de tantas e tão graves demandas sociais, qual governante em sã consciência optaria por manter razoável grau de rentabilidade de uma Sociedade de Economia Mista em detrimento do atendimento a tais relevantes necessidades?

Ora, e como ficam os acionistas privados, que investiram na Sociedade de Economia Mista e vêem a lucratividade desta esmorecer em razão do seu direcionamento a demandas sociais diversas? O atendimento a essas demandas com o dinheiro dos acionistas privados seria lícita, razoável ou justificável?

Não temos dúvida que não. Via de regra, as demandas sociais devem ser atendidas com os recursos públicos, recolhidos pelo Estado por meio de tributos de diversas naturezas. Na medida de suas possibilidades, são os próprios particulares que, por meio do pagamento de impostos, arcam com essas demandas sociais, sustentando as ações estatais. Na ordem constitucional vigente, salvo em situações excepcionais, o Estado não é um produtor de riquezas, mas um coletor e aplicador de riquezas produzidas pelos particulares.

Assim, o atendimento a demandas sociais diversas por meio das Sociedades de Economia Mista representa desvirtuação de tal modelo, uma vez que os particulares passam a sustentar as atividades estatais diretamente e não por meio do pagamento de tributos. Investem em uma Sociedade de Economia Mista pretendendo obter lucros e se vêem financiando ações públicas que não produzem nenhum retorno financeiro.

Não estamos, obviamente, questionando o mérito de tais demandas, e se elas deveriam ser atendidas ou não. A questão diz respeito exclusivamente à forma de financiamento. Entendemos que, via de regra, políticas públicas devam ser financiadas com recursos públicos, sob pena de ocorrer odioso “empobrecimento ilícito” dos particulares que investem em Sociedades de Economia Mista.

Estaríamos defendendo, então, que Sociedades de Economia Mista, por serem alimentadas por recursos privados, devam buscar exclusivamente o lucro, como as demais sociedades? Obviamente não. Isso seria um contrasenso, e configuraria uma ilegalidade equivalente à que estamos criticando.

Entendemos que a situação das Sociedades de Economia Mista é excepcional. Como entes híbridos, situados na zona cinzenta entre o público e privado, não podem agir como se detivessem natureza exclusivamente pública – quando então deveriam necessariamente atender ao interesse público primário - ou privada – quando então deveriam buscar exclusivamente o lucro. Devem, em nossa opinião, atender, em certa medida, o interesse público, porém, sem perder de vista sua obrigação perante os acionistas privados.



Esse equilíbrio foi sabiamente estabelecido pelo legislador no art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas, ao autorizar expressamente às Sociedades de Economia Mista que atendam não ao interesse público primário de forma geral, mas ao interesse público que justificou a sua criação.

Como já dito, vige em nossa ordem constitucional – e vigia nas anteriores – o princípio da subsidiariedade da exploração de atividade econômica diretamente pelo Estado, que só pode se dar “*quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo*”. Diante dessa premissa, podemos afirmar sem sombra de dúvida que, ao decidir por explorar determinada atividade econômica, o Estado deve, necessariamente, entender que isso atende, de alguma maneira, a uma demanda pública ou a um imperativo da segurança nacional. Por exemplo, a necessidade de fornecimento de energia elétrica à população, o financiamento agrícola ou o oferecimento de cursos técnicos.

Identificada a demanda coletiva ou o imperativo de segurança nacional que será atendido pela exploração de atividade econômica pelo Estado, cabe decidir a forma como tal exploração se dará – e como visto anteriormente, há várias. A escolha por explorar tal atividade por meio de uma Sociedade de Economia Mista presume, em nossa opinião, que o ente público entende que a exploração daquela atividade, a par do atendimento ao interesse coletivo ou ao imperativo da segurança nacional, possa gerar superávits econômicos, ou seja, possa gerar um retorno financeiro suficiente para convencer os particulares a se tornarem acionistas da sociedade, lembrando que estes não podem ser forçados a tanto, e possuem diversas outras opções de investimento, cuja alocação obedece à lógica econômica do cotejamento entre risco e retorno.

Assim nasce a parceria entre Estado e particulares em uma Sociedade de Economia Mista: o primeiro, interessado em atender a uma demanda social específica, os últimos, interessados em financiar, em parte, aquela exploração, por entenderem ser uma empreitada hábil a gerar retorno superior àquele gerado por outros investimentos com risco semelhante ou equivalente. Ambos saem ganhando: o Estado cumpre seu papel, atendendo à demanda social identificada com menor aporte de recursos (financia somente parcela da empreitada, sendo o resto financiado pelos particulares), o que

permite que outras demandas sejam simultaneamente atendidas. E os particulares obtêm um retorno de seus investimentos que consideram adequado.

Sob a ótica dos particulares, a análise econômica do investimento em uma Sociedade de Economia Mista se dá levando em conta os lucros potenciais daquele empreendimento. Considerando que, via de regra, não há garantias de retorno no investimento em sociedades – com raríssimas exceções, como as peculiares ações preferenciais com dividendos mínimos, que serão objeto de análise à frente- os interessados em investir em Sociedades de Economia Mista calculam o retorno potencial do investimento com base nas diversas variáveis que podem afetá-lo: geração de receitas esperada, custos operacionais, demanda pelos produtos ou serviços oferecidos pela sociedade e, principalmente, o interesse público que justificou a criação da sociedade, e como este poderá influir na sua lucratividade.

Ora, não é desconhecido dos acionistas privados das Sociedades de Economia Mista que esta foi criada para atender a determinada demanda social, e que é esperado que o faça. Assim, ao calcular o interesse em investir nessas sociedades, os particulares antecipam os efeitos que esse atendimento possa gerar na lucratividade da sociedade e avaliam a viabilidade do investimento. Tomemos por exemplo uma Sociedade de Economia Mista criada para universalizar o fornecimento de energia elétrica à população. É natural para o atendimento deste fim que tarifas subsidiadas para as classes economicamente menos favorecidas sejam criadas. Essa política tarifária certamente implicará a redução da lucratividade da Sociedade de Economia Mista, mas essa medida pode ser antecipada pelos acionistas privados no momento em que decidam pelo investimento, uma vez que se coaduna perfeitamente com o interesse público que justificou a criação da sociedade. Ao fazê-lo, certamente aceitarão pagar menos pelas ações daquela sociedade em relação às de outra que atue no mesmo ramo mas que seja privada, e que, assim, não tenha que se ocupar do interesse público.

Obviamente, se o atendimento ao interesse público que justificou a criação da sociedade inviabiliza totalmente sua lucratividade ou a reduz a níveis insatisfatórios, temos dois graves erros de avaliação. O primeiro erro é do ente público, que convidou particulares para financiarem um empreendimento deficitário, ou seja, que atenda

exclusivamente ao interesse público, mas sem gerar retorno adequado aos investimentos privados. Empreendimentos deficitários devem ser explorados exclusivamente pelo Estado ou por particulares, nesse último caso mediante uma estrutura jurídica que garante seu retorno independentemente do resultado gerado pela exploração da atividade.

O segundo erro de avaliação, em nossa opinião mais grave do que o primeiro, é dos particulares, que investiram em uma Sociedade de Economia Mista, que desde o início sabiam que iria atender a uma demanda social pré-definida, e não vislumbraram a impossibilidade de atendimento simultâneo àquela demanda social e a geração de lucros suficientes para lhes remunerar pelo investimento feito. Ora, um mau negócio lhes foi oferecido, e eles tinham plenas condições de antecipar o resultado negativo do investimento. Se não o fizeram, não poderiam reclamar em princípio.

No entanto, para que essa conclusão seja válida, ou seja, para que os acionistas particulares possam ser os únicos responsáveis pelas más escolhas de investimento que fizeram, é necessário que eles tenham plenas condições de, no momento de decidirem pelo investimento em uma Sociedade de Economia Mista, avaliarem o real impacto que o atendimento ao interesse público por ela possa gerar em sua lucratividade. E isso se faz por meio da delimitação do interesse público que justificou a criação de determinada Sociedade de Economia Mista, e que, assim, poderá ser atendido por ela no exercício de suas atividades. Havendo a delimitação da demanda social que poderá ser atendida pela Sociedade de Economia Mista, e em que medida isso poderá se dar, cabe aos acionistas particulares avaliarem seu interesse em investir em tal sociedade, fazendo-o por sua conta e risco.

Entretanto, esse cenário se torna absolutamente inviável quando se autoriza a Sociedade de Economia Mista a atender não somente ao interesse público que justificou sua criação, mas ao interesse público primário sem restrições, ou seja, às demandas gerais da comunidade. Ora, é impossível aos interessados em se tornarem acionistas privados de Sociedades de Economia Mista analisarem com o mínimo de objetividade e segurança o impacto na lucratividade da sociedade decorrente do atendimento irrestrito por esta das demandas sociais. Vejamos as reais consequências da tese segundo a qual

as Sociedades de Economia Mista devem atender irrestritamente ao interesse público primário. Tomemos o mesmo exemplo da Sociedade de Economia Mista criada para universalizar o acesso à energia elétrica. Já vimos que medidas que não respeitem a racionalidade econômica, mas que sejam direcionadas ao atendimento desse interesse público que justificou a criação da sociedade devem ser suportadas pelos acionistas privados. Entretanto, imaginemos que essa sociedade se lance em uma cruzada contra o analfabetismo, passando a conceder relevantes descontos nas tarifas dos consumidores de baixa renda que comprovem serem alfabetizados ou estejam matriculados em cursos de alfabetização, e, simultaneamente, mantenham os seus filhos regularmente matriculados na rede de ensino.

Sem dúvida, esta é uma política voltada ao atendimento do interesse público primário, que seria plenamente justificável se em vez de uma Sociedade de Economia Mista se tratasse de uma Empresa Pública, que possui financiamento exclusivamente público. Quando adotada por uma sociedade mista, torna-se verdadeiro atentado ao direito de propriedade dos acionistas privados, uma vez que estes não tinham como prever que o retorno de seus investimentos seria impactado por políticas que, não obstante serem inerentemente meritórias, nada tem a ver com o interesse público que justificou a criação da sociedade. Configura-se, nesse caso, ilícito direcionamento de recursos privados para fins sociais, sem prévio consentimento dos acionistas privados, e em detrimento de seus legítimos interesses.

Concluimos, assim, que a restrição das demandas sociais que podem ser atendidas pelas Sociedades de Economia Mista possui uma justificativa clara – proteger os acionistas privados, garantindo a eles previsibilidade no que concerne ao retorno dos investimentos feitos nessa sociedade. O entendimento segundo o qual seria lícito às Sociedades de Economia Mista atender de forma irrestrita ao interesse público primário, em nossa opinião inviabiliza a Sociedade de Economia Mista como uma opção válida para a associação entre capitais públicos e privados, diante da insegurança dos acionistas privados, que poderiam ter o retorno de seus investimentos comprometido pelo direcionamento dos recursos da sociedade para o atendimento a demandas sociais diversas.

Outro aspecto dessa questão diz respeito à enorme discricionariedade gozada pelo controlador de Sociedade de Economia Mista em decorrência da tese segundo a qual à Sociedade de Economia Mista seria lícito atender, de forma genérica, ao interesse público primário. É evidente que, em razão da enorme gama de demandas sociais alçadas à condição de interesse público primário, o controlador da Sociedade de Economia Mista poderia direcioná-la da forma como bem entendesse. Ora, se não há parâmetros para pautar a atuação social dessas sociedades, o que impediria que seu controlador agisse como um déspota, atendendo aos interesses sociais que bem entendesse, utilizando para isso os recursos privados investidos pelos acionistas não controladores? A situação é agravada pelo fato de que as Sociedades de Economia Mista, por se sujeitarem ao regime jurídico das sociedades privadas, possuem liberdade de ação muito maior que o Poder Público, sendo sujeitas a menores formalidades e controles sobre seus gastos.

O cenário é ainda pior quando retomamos a já exposta relação direta entre discricionariedade e abuso de poder. Quando discutimos a possibilidade de que se autorizassem os administradores de sociedades privadas a agirem em prol dos interesses dos *stakeholders*, ainda que em detrimento dos interesses econômicos dos acionistas, demonstramos que, diante da quase ilimitada liberdade em atender os interesses de quaisquer interessados no funcionamento da sociedade, a tendência óbvia é que agissem em interesse próprio. Demonstramos ainda que a ausência de parâmetros para julgar os atos dos administradores impossibilitaria a aplicação da *Business Judgement Rule*.

Entendemos que os mesmos argumentos se aplicam à situação em apreço. Ora, diante da ampla liberdade de direcionarem a Sociedade de Economia Mista de modo a atender quaisquer demandas sociais, nos parece evidente que o ente público controlador teria irresistível tendência a atender interesses próprios. Esses interesses podem consistir no que a doutrina chama de interesse público secundário (os interesses do “aparelho estatal”) ou em simples manipulação política da sociedade em benefício dos governantes da hora. Sempre em prejuízo direto do interesse público que justificou a criação da sociedade e dos acionistas privados. E, da mesma forma que no caso dos administradores de sociedades privadas agindo no interesse dos *stakeholders*, seria impossível aplicar a *Business Judgement Rule* para julgar as ações dos administradores

de Sociedades de Economia Mista agindo em prol do interesse primário em geral, uma vez que não haveria parâmetros minimamente objetivos para julgar sua conduta. Diante do subjetivismo das demandas sociais, como poderia ser julgada a escolha por uma política de combate à fome em detrimento de investimentos no meio ambiente? Os administradores, seguindo a orientação do controlador, estariam liberados para fazer o que quisessem. Se questionados, simplesmente justificariam suas ações em uma demanda social qualquer. Há várias, para todos os gostos e situações.

Outro ponto relevante a ser ressaltado diz respeito à violação, pelo controlador de Sociedade de Economia Mista, do princípio da legalidade ao orientá-la para qualquer outro fim - além do lucro obviamente- que não o interesse público que justificou a sua criação. Ora, se a Sociedade de Economia Mista foi criada em razão de uma demanda social específica (seja a necessidade de financiamento para pequenos agricultores, o interesse em universalizar o acesso a energia elétrica ou em instalar no país uma indústria petrolífera), entendemos que o desvio de seus recursos em prol de outra demanda social, além de violar o direito de propriedade dos acionistas privados, viola o próprio princípio constitucional da legalidade<sup>353</sup>, que tem por corolário o chamado princípio da finalidade. Sobre este, leciona Celso Antônio Bandeira de Mello:

*“Encarta-se no princípio da legalidade o princípio da finalidade. Não se compreende uma lei, não se entende uma norma, sem entender qual o seu objetivo. Onde, também não se aplica uma lei corretamente se o ato de aplicação carecer de sintonia com o escopo por ela visado. Implementar uma regra de direito não é homenagear sua dicção, mas dar satisfação a seus propósitos. Logo, só se cumpre a legalidade quando se atende à finalidade. Atividade administrativa desconstruída com o fim legal é inválida e por isso judicialmente censurável.”*<sup>354</sup>

---

<sup>353</sup> Para Celso Antônio Bandeira de Mello, “O princípio da legalidade explicita a subordinação da atividade administrativa à lei e surge como decorrência natural da indisponibilidade do interesse público, noção esta, que, conforme foi visto, informa o caráter da relação de administração. ... A atividade administrativa deve não apenas ser exercida sem contraste com a lei, mas, inclusive, só pode ser exercida nos termos de autorização contida no sistema legal.”. Ob. cit. p. 47/48.

<sup>354</sup> Celso Antônio Bandeira de Mello, ob. cit. p. 50.

Ora, por um lado, ao administrador público cabe aplicar a lei de ofício, devendo ser seu servo e fiel cumpridor. Por outro lado, a doutrina aponta a vinculação da atuação do administrador público ao objetivo da lei, devendo agir sempre de modo a atingir o fim pretendido pelo legislador. Considerando que na exposição de motivos da Lei de Sociedades Anônimas consigna-se expressamente que o art. 238 possui função restritiva e protetiva dos acionistas particulares, e que as Sociedades de Economia Mista dependem, para sua criação, da edição de lei e da identificação de uma demanda social específica a ser atendida pela mesma, parece-nos lógica a conclusão de que o controlador da Sociedade de Economia Mista está obrigado a direcioná-la exclusivamente de forma a atender ao interesse público que justificou sua criação.

Poder-se-ia argumentar que o cenário pessimista que traçamos seria fantasioso, uma vez que existem diversas Sociedade de Economia Mista no país, muitas companhias abertas de grande porte, com milhares de acionistas. Se a liberdade para agir em prol do interesse público, como defendem muitos, tivesse potencial para gerar tantos prejuízos, já teria havido contestação por parte dos acionistas privados. Analisemos essa questão.

Primeiramente, entendemos que o desvio de finalidade das Sociedades de Economia Mista é evidente, e pode ser comprovado por meio de um exemplo. Vejamos uma notícia publicada em 2008, a respeito da Petrobras:

*“A Petrobras já tem pronto o cálculo para reajuste da gasolina e do diesel nas refinarias. Mas o anúncio depende ainda de aprovação do governo, que deve ocorrer nos próximos dias. De acordo com uma fonte da estatal, o aumento pode ficar acima de 5%, para compensar em parte a defasagem entre o preço doméstico e o valor do barril do petróleo, que beira os US\$ 120 no mercado internacional.*

*Na última sexta-feira, ao participar de uma inauguração em Paulínia, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva fez comentários que foram interpretados como uma preparação para a notícia. “Nós temos uma defasagem?”, reconheceu Lula, que emendou com a principal preocupação que retarda a decisão: o impacto na inflação. “Para que possamos tomar medidas de aumento de qualquer coisa na área de combustíveis, precisamos ver qual implicação vai ter na inflação.”*

*O presidente da Petrobras, José Sérgio Gabrielli, que também participava do evento, preferiu não fazer qualquer comentário a respeito. Na noite anterior, o executivo participara de uma audiência com Lula, em Brasília. Ontem, Lula negou que as declarações feitas em Paulínia fossem uma sinalização de reajuste e afirmou que o assunto ainda não foi discutido com a direção da Petrobras. Há 31 meses gasolina e diesel permanecem com preços inalterados. As informações são do jornal O Estado de S. Paulo”<sup>355</sup>*

Da notícia acima, extrai-se que o Presidente da República afirmou, literalmente, que a política de preços de combustíveis praticada pela Petrobras teria como objetivo (não o único, obviamente) o controle da inflação, o que seria uma política adotada pelo governo.<sup>356</sup>

A situação é um bom exemplo da utilização das Sociedades de Economia Mista em prol do interesse público primário. Pelo que se verifica nos jornais, a União fixaria o preço dos combustíveis levando em consideração não apenas as variáveis econômicas ditadas pela Ciência da Administração, mas pelas necessidades macroeconômicas do país, no caso, a contenção da inflação. Considerando que os combustíveis possuem peso relevante no orçamento das famílias, a decisão de manutenção, redução ou aumento dos preços pode influir de maneira decisiva nos índices de inflação. Assim, o governo federal estaria “segurando” os preços dos combustíveis a fim de controlar os índices de inflação.

Caso essa política efetivamente ocorra como noticiado, estaríamos diante da orientação, pelo controlador, de uma Sociedade de Economia Mista em prol do que entende por interesse público primário. Entretanto, o fim social buscado nada tem a ver com o interesse público que justificou a criação da Petrobras. Ora, apesar de não estar expressamente mencionado na lei que autorizou sua criação (Lei 2.004/1953), poder-se-ia inferir que o interesse público que justificou a criação da Petrobras se relacionava ao

---

<sup>355</sup> Estado de São Paulo, 27/04/2008, disponível em <http://www.estadao.com.br/noticias/economia,petrobras-pode-reajustar-gasolina-em-mais-de-5,163668,0.htm>, acessado em 24 de novembro de 2010.

<sup>356</sup> A fixação do preço dos combustíveis pela Petrobras como instrumento de política monetária pode ser verificada em outras notícias jornalísticas. Ver, por exemplo, <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u66460.shtml>, acessado em 24 de novembro de 2010.



fortalecimento da indústria petrolífera brasileira com fins de garantir a autonomia na produção de combustíveis derivados de petróleo, uma condição intimamente relacionada à soberania nacional, de acordo com a doutrina dominante no período pós-segunda guerra.

Entretanto, se a Petrobras, no momento de formar seus preços, pauta sua atuação pelo controle da inflação, está sendo orientada por seu controlador a atender não ao interesse público que justificou sua criação, mas a um interesse público primário qualquer, que poderia ser o combate à inflação ou o combate à fome. Obviamente, o controle da inflação é interesse de todos, entretanto, ao deixar de elevar seus preços em prol desse interesses, a Petrobras está impondo a seus acionistas o custo de uma política pública que eles não concordaram em sustentar. Os acionistas privados estariam, assim, arcando com parcela do custo de atendimento a esse interesse público, que nada tem a ver com o interesse que justificou a criação da sociedade, quando esse custo deveria ser arcado por toda a população. Configurar-se-ia, nesse caso, gritante violação aos direitos de propriedade dos acionistas privados, verdadeiro enriquecimento ilícito da comunidade em detrimento daqueles que voluntariamente decidiram investir na Sociedade de Economia Mista.

Temos ciência de que não soa bem se opor à atuação social de uma entidade controlada pelo Poder Público. Entretanto, este possui os meios próprios para agir em prol do interesse público primário, sendo ilícito e imoral que se aproprie de parte do retorno dos acionistas privados para atender a um interesse público que nada tem a ver com os objetivos sociais específicos que justificaram a criação de determinada Sociedade de Economia Mista.

Assim, considerando o interesse público que justificou a criação da Petrobras, nenhum acionista poderia opor-se a investimentos, ainda que deficitários, que se coadunem com o interesse público que justificou a criação daquela sociedade (como pesquisas de fontes alternativas de energia, ainda que inviáveis na atualidade ou a construção de refinarias ou instalações que não fariam sentido para uma sociedade privada, mas que fortalecem a posição de autonomia energética do país). Porém, é mais do que razoável que se oponham à sua utilização – ou de qualquer outra sociedade

mista— como um braço estatal, se dedicando a políticas de Estado que nada têm a ver com o objeto da sociedade ou o interesse público que justificou sua criação.

A par desse exemplo, poderíamos citar diversos outros, envolvendo Sociedades de Economia Mista federais ou estaduais, podendo afirmar com segurança que o direcionamento das Sociedades de Economia Mista em prol de interesses outros que não o interesse público que justificou sua criação é prática corrente, independente da esfera do ente controlador ou do matiz ideológico dos governantes da vez.

Entretanto, diante das evidências de que as Sociedades de Economia Mista efetivamente são direcionadas ao atendimento de interesses outros que não aqueles que justificaram sua criação, é de se perguntar porque não há reação dos acionistas privados, que estariam sofrendo as consequências desse inegável desvio de função. Temos algumas hipóteses, mas antes de apresentá-las, devemos ponderar que não é crível que os controladores de Sociedades de Economia Mista as orientassem de forma a atuarem deliberadamente como entes estatais, passando a ser deficitárias quando poderiam ser lucrativas. Essa atitude não seria imaginável diante do atual estágio de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. Além de poder ser objeto de punição pelos órgãos fiscalizadores do mercado, tal atitude destruiria a credibilidade do ente público controlador, que teria maior dificuldade em captar novos recursos e celebrar parcerias com a iniciativa privada, seja por meio de Sociedades de Economia Mista, seja por qualquer outro. Entretanto, acreditamos que abusos na gestão dessas sociedades acontecem diuturnamente, não a ponto de inviabilizarem sua lucratividade, mas reduzindo-a sensivelmente. Em outras palavras, o retorno dos acionistas privados de Sociedades de Economia Mista, que tem sido bom, poderia ser melhor.

A primeira hipótese para a ausência de reação sistemática e em grande escala dos acionistas privados de Sociedades de Economia Mista contra os desvios de função que nelas ocorrem é a passividade e omissão dos pequenos acionistas que, por terem percentual pequeno de seus investimentos em ações, dividido em um grande número de companhias, não acompanham o dia-a-dia da sociedade, deixando, na maioria das vezes, de exercer qualquer controle sobre a sua gestão.

Outra hipótese é o excelente momento econômico pelo qual passam as sociedades brasileiras. Sabidamente, a popularização do mercado acionário brasileiro é relativamente recente, sendo resultado de uma série de fatores, como o bom momento da Economia mundial, a liquidez nas Economias desenvolvidas e a estabilização econômica brasileira e modernização de muitas de suas instituições, como a Comissão de Valores Mobiliários e a Bolsa de Valores de São Paulo (hoje Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros). Desde então, houve um aumento substancial da base acionária das companhias abertas nacionais, tanto por brasileiros como por estrangeiros, todos desejando lucrar com o bom momento da Economia nacional. Como exceção do ano de 2008, em decorrência da crise mundial que refletiu moderadamente na Economia nacional, os ganhos daqueles que investiram nas ações brasileiras nos últimos anos foram sensacionais.

Não efetuamos pesquisa extensiva sobre o desempenho das ações de Sociedades de Economia Mista em comparação com o as ações das companhias privadas. Entretanto, podemos afirmar que os acionistas privados das Sociedades de Economia Mista tiveram excelente retorno de seus investimentos. Esse resultado positivo decorre, além do bom momento da Economia mundial, de fatores específicos relacionados às Sociedades de Economia Mista, que atuam em segmentos especialmente beneficiados pelo crescimento da Economia e pelo aumento dos preços internacional das *commodities* (como geração e distribuição de energia elétrica ou a produção e refino de petróleo). Além disso, muitas vezes as Sociedades de Economia Mista exploram atividades sem real concorrência de outras sociedades, por diversos motivos que não cabe a nós abordar.

Assim, acreditamos ser possível que a omissão natural dos pequenos acionistas, aliada ao bom retorno dos investimentos feitos nas Sociedades de Economia Mista são fatores que podem explicar a ausência de questionamento a respeito dos evidentes abusos verificados em diversas Sociedades de Economia Mista. Entretanto, acreditamos, da mesma forma, que o natural desenvolvimento das instituições e organismos destinados a regular o mercado acionário e proteger os acionistas não controladores, aliado à natural redução do retorno dos investimentos feitos em companhias brasileiras (que tende a evidenciar os resultados deletérios do desvio de

finalidade nas Sociedades de Economia Mista), podem, no médio prazo, aumentar a cobrança e a fiscalização sobre as Sociedades de Economia Mista pelos acionistas privados, que, paulatinamente passariam a ter menos tolerância com a orientação das Sociedades de Economia Mista para qualquer outro fim que não o lucro ou o interesse público que justificou sua criação.

Diante disso, entendemos que o modelo de Governança Corporativa das Sociedades de Economia Mista deva ser sensivelmente diverso daquele decorrente do entendimento segundo o qual a Sociedade de Economia Mista pode ser direcionada no sentido de atender ao interesse público primário, sem restrições. Nesse modelo, há liberdade quase absoluta do controlador para direcionar a sociedade a atender a quaisquer demandas sociais, ainda que em detrimento da lucratividade da sociedade, estando os acionistas privados “nas mãos” do controlador, virtualmente impotentes diante do desvio de finalidade da sociedade. Além de violar o direito constitucional de propriedade dos acionistas privados, esse modelo é um verdadeiro contrasenso, uma vez que desincentiva a captação de recursos privados por novas Sociedades de Economia Mista, posto que os investidores não possuem meios de calcular previamente o retorno do investimento a ser feito, ou mesmo as perspectivas de lucratividade da sociedade, que se tornam uma incógnita.

Retomando a Teoria dos Custos de Agência, estudada no primeiro capítulo de nosso trabalho, este modelo de Governança envolve custos de agência proibitivos, uma vez que os acionistas não controladores arcaiam com enormes custos com a fiscalização da atuação dos administradores, uma vez que a discricionariedade destes seria praticamente ilimitada. Além disso, sua perda residual seria elevada, uma vez que, diante da quase ilimitada liberdade para agir, a tendência é que os administradores ao decidir se afastem, com frequência e intensidade, daquilo que representaria a maximização das utilidades pessoais dos acionistas não controladores. Em suma, o investimento destes últimos nas Sociedades de Economia Mista envolveria riscos muito superiores ao investimento em uma sociedade privada, e seria de retorno muito mais incerto, o que, por um lado, desincentivaria muitos investidores (reduzindo os recursos disponíveis para financiamento das Sociedades de Economia Mista) e, por outro, geraria a exigência de um “prêmio de risco” por aqueles que decidissem investir nessas

sociedades, que aceitariam pagar pelos seus papéis valor sensivelmente inferior ao valor que pagariam caso se tratasse de uma sociedade privada, em flagrante prejuízo do financiamento das suas operações e, em consequência, do interesse público.

Obviamente, não defendemos a adoção pelas Sociedades de Economia Mista do modelo que, em nossa opinião, vige para as sociedades privadas, segundo o qual estas devem perseguir, sempre, o lucro. Isso igualaria duas sociedades de naturezas e estruturas diversas, e violaria dispositivos legais e constitucionais. Propomos um modelo intermediário, que, em nossa opinião, resulta da melhor interpretação a ser dada aos dispositivos que regem as Sociedades de Economia Mista, com destaque para o art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas.

Entendemos que o modelo de Governança Corporativa adequado às Sociedades de Economia Mista deve se sustentar, por um lado, no reconhecimento de que, pela natureza subsidiária da exploração direta de atividade econômica pelo Estado, esta só pode se dar para atender a uma demanda específica relacionada “*aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo*”. Por outro lado, o modelo de Governança se sustenta na vinculação, pelo ente público controlador, ao imperativo da segurança nacional ou ao relevante interesse coletivo que justificou a criação da Sociedade de Economia Mista. Ou seja, conjugando os art. 173 da CF e 238 da Lei de Sociedades Anônimas, o ente público controlador, ao orientar a Sociedade de Economia Mista, deve atender, necessariamente, ao imperativo da segurança nacional ou ao relevante interesse coletivo que justificou a sua criação, por um lado, e à necessária busca pelo lucro, de outro. Não seria, assim, lícito que o controlador de Sociedade de Economia Mista orientasse suas atividades em prol de qualquer outra demanda pública que não aquela que justificou a criação da sociedade.

A fim de dar publicidade aos potenciais interessados em investir na Sociedade de Economia Mista, entendemos que deveria ser obrigatório que tanto a lei que autorize a criação da Sociedade de Economia Mista quanto o seu estatuto social façam expressa menção a qual seria o imperativo da segurança nacional ou o relevante interesse coletivo que justificou a sua criação. Ao fazê-lo, o acionista controlador, os acionistas privados, os administradores e os demais órgãos envolvidos com o controle das

atividades da sociedade teriam critérios minimamente objetivos para avaliar se o atendimento, pela sociedade, de demandas sociais em detrimento do lucro é lícito ou não, o que dependeria da sua adequabilidade ao interesse social que justificou a sua criação, que para nós é vinculante.

O caráter vinculante desse interesse público específico que justificou a criação da Sociedade de Economia Mista, em nossa opinião, tem natureza dúplice, ou seja, por um lado, impede a Sociedade de Economia Mista de atender a demanda social diversa, e de outro obriga o Poder Público a levar esse interesse público em conta no momento de definir os rumos a serem tomados pela sociedade. Em outras palavras, o Poder Público é obrigado a atender ao interesse público que justificou a criação da Sociedade de Economia Mista, mas somente pode atender a esse interesse público específico, não podendo direcionar a sociedade a atender a outras demandas sociais, por mais meritórias que sejam.

Nesse sentido, inclusive, se posiciona Fran Martins, defendendo que a Sociedade de Economia Mista deva ser direcionada ao fim social que justificou a sua criação (e não ao interesse público primário, não obstante o mesmo autor defenda que a Sociedade de Economia Mista deveria atender aos interesses da comunidade, com o que, como já visto anteriormente, não concordamos, seja em relação às sociedades privadas, seja em relação às Sociedades de Economia Mista):

*“Em tal situação, havendo interferência do Estado nas sociedades de economia mista, através da orientação que os administradores adotam, traduzindo a vontade estatal, em referidas sociedades, é natural que o acionista controlador, no caso a pessoa jurídica que possui a maioria do capital votante, oriente o funcionamento da mesma companhia, como é de suas atribuições (art. 116,b) de modo a satisfazer ao interesse público que justificou a sua criação. De fato, para que seja autorizada a constituição de uma sociedade de economia mista o Estado deve expressar o interesse público que esse fato representa; não tendo o Estado intuito de auferir lucros com o desempenho das atividades empresariais, como acontece com os acionistas particulares, é natural que o interesse público seja preservado pelas atividades da companhia, cabendo ao acionista controlador orientá-la nesse sentido.*

...

*Se houve, como de fato deve ter havido, um interesse público que justificou a criação da companhia de economia mista, o acionista controlador, ao contrário da faculdade que lhe dá a lei, tem o dever de orientar as atividades da companhia para atender a esse interesse, pois do contrário não se justificaria a sua criação.*<sup>357</sup>

A vinculação da Sociedade de Economia Mista ao interesse público que justificou sua criação daria aos acionistas privados da Sociedade de Economia Mista uma dose razoável de previsibilidade no que concerne os impactos que o atendimento a esse interesse público específico pela companhia pode ter sobre o lucro da sociedade. Assim, ao decidir por se tornarem acionistas de uma Sociedade de Economia Mista, teriam condições de calcular se aquele investimento, considerando a expectativa de retorno da atividade econômica explorada pela Sociedade de Economia Mista, bem como o impacto que seus lucros podem sofrer pelo atendimento ao interesse público que justificou a sua criação, seria interessante. Decidindo por investir, não poderiam depois se queixar de que os lucros foram reduzidos em razão do atendimento àquele interesse público específico. Mas também não teriam que temer que a lucratividade da sociedade fosse comprometida pela sua transmutação em órgão paraestatal, direcionado a atender às variadas demandas da população.

Devemos ressaltar ainda que, no modelo por nós proposto, entendemos que o controlador da Sociedade de Economia Mista não é absolutamente livre para direcionar a sociedade como bem entender, ainda que se atenha ao binômio lucratividade x interesse público que justificou sua criação. Entendemos que a autorização (na verdade um poder-dever) para que a sociedade seja orientada de modo a atender ao interesse público que justificou sua criação<sup>358</sup> não autoriza o controlador a inviabilizar totalmente

---

<sup>357</sup> Ob. cit. p. 984/985

<sup>358</sup> Celso Antônio Bandeira de Mello defende, com propriedade, que a Administração é obrigada a perseguir o interesse público na forma definida em lei. No caso das Sociedades de Economia Mista, entendemos que essa obrigação é cumprida por meio do direcionamento da companhia em prol da lucratividade e do interesse público que justificou a sua criação, e nunca de forma a atender ao interesse público primário. Confira-se: “*O interesse público, fixado por via legal, não está à disposição da vontade do administrador, sujeito à vontade deste; pelo contrário, apresenta-se para ele sob a forma de um comando. Por isso mesmo a prossecução das finalidades assinaladas, longe de ser um “problema pessoal” da Administração, impõe-se como obrigação indiscutível.*”

sua lucratividade, ainda que em razão do atendimento exclusivo àquela demanda social específica. Diferentemente das sociedades privadas, cujo fim social é o lucro, como já dito anteriormente, o fim social das Sociedades de Economia Mista é duplo, ou seja, elas devem simultaneamente atender ao interesse público que justificou a sua criação e gerar lucros para seus acionistas. Não podem descuidar de nenhum desses dois interesses em benefício do outro, de forma a inviabilizá-los.

Uma coisa é um acionista investir em uma sociedade, privada ou não, que não gere lucros em razão de circunstâncias diversas: custos elevados, demanda inferior à esperada, competição com outras sociedades etc. Trata-se de risco que qualquer pessoa que investe em ações assume. Outra situação diversa é uma Sociedade de Economia Mista ser gerida exclusivamente em prol do interesse público que justificou sua criação, e, em razão disso, deixar de gerar retorno razoável para seus acionistas. A razoabilidade dos lucros pode ser aferida com base em critérios diversos, como a comparação com outras sociedades privadas que atuem no mesmo ramo, a comparação da variação dos custos e da cotação internacional do preço de seus produtos com a variação do seu lucro etc.

Obviamente não defendemos que as Sociedades de Economia Mista devam necessariamente ter a mesma lucratividade que as sociedades privadas. Entretanto, entendemos que elas possuem, sim, uma obrigação perante seus acionistas privados, de manter em níveis razoáveis os impactos negativos que o atendimento ao interesse público que justificou sua criação geram sobre os lucros. Assim, a razoabilidade do lucro das Sociedades de Economia Mista, em nossa opinião, deve ser aferida levando-se em conta qual seria o lucro (ou prejuízo) que a sociedade poderia ter caso fosse direcionada exclusivamente em prol do lucro e qual o retorno real obtido. Acreditamos que a diferença deva ficar em um patamar razoável, isso é, caso o atendimento ao

---

*Como a atividade é de caráter serviente, coloca-se uma situação coativa: o interesse público, tal como foi fixado, em que ser prosseguido, uma vez que a lei assim determinou. Daí a obrigação de as pessoas administrativas prosseguirem o próprio escopo, característica tão realçada pelos autores.” Ob. cit. p. 52.*

As lições são impecáveis. Com efeito, os diversos integrantes da Administração não podem agir indistintamente em prol do que entendem por interesse público ou bem comum. Pelo contrário, devem agir necessariamente em consonância com o que a lei determina ser o interesse público em cada situação específica. E, nos casos das Sociedades de Economia Mista, o ente público controlador é obrigado a direcionar a sociedade em prol do interesse público que justificou a sua criação e proibido de dar outra função à sociedade que não a busca equilibrada pelo lucro, de um lado, e pelo interesse público que justificou sua criação, de outro.



interesse público específico impacte de forma negativa nos resultados da sociedade (e isso, via de regra, acontece), esse impacto deve ser dosado, de forma a, por um lado, garantir que o interesse público que justificou a criação da sociedade seja em alguma medida atendido, e, por outro lado, que o retorno dos acionistas privados não se afaste demais do que poderia ser caso se tratasse de uma sociedade privada.

Entendemos as dificuldades envolvidas nesse procedimento, e consideramos indesejável e mesmo inviável fixar critérios absolutamente objetivos para dosar o quanto o retorno da sociedade possa ser afetado negativamente pelo atendimento ao interesse público que justificou sua criação. Entretanto, entendemos, da mesma forma, que o ente controlador não pode beneficiar exclusivamente um dos dois conjuntos de interesses que coexistem em um Sociedade de Economia Mista. Não pode geri-la como se sociedade privada fosse, olhando apenas para os lucros, mas também não pode administrá-la como se se tratasse de órgão público, ainda que agindo exclusivamente em prol do interesse público que justificou sua criação. Deve equilibrar os interesses, atendendo-os sempre em medida equivalente, dosando o impacto que interesse público específico possa ter nos resultados financeiros, de modo a simultaneamente atender, da melhor forma possível, o legítimo interesse dos acionistas privados no retorno de seus investimento e o seu não menos (mas também não mais) legítimo interesse no atendimento ao interesse público que justificou a criação da Sociedade de Economia Mista.

Apesar de parecer um contrasenso, acreditamos que o atendimento, pela Sociedade de Economia Mista, exclusivamente ao interesse público que justificou a sua criação, sem qualquer preocupação com os impactos sobre o retorno dos acionistas privados, não atende ao interesse público primário. Ora, as Sociedades de Economia Mista são importante ferramenta que possibilita a atuação conjunta entre o Estado e acionistas privados, possibilitando que demandas sociais sejam atendidas com recursos parcialmente privados, o que libera recursos públicos para atender a outras demandas sociais que não poderiam ser exploradas economicamente. Entender que essas sociedades poderiam agir sem atentar para os interesses daqueles que concordaram em nela investir inviabilizaria a utilização das Sociedades de Economia Mista como um mecanismo válido para o atendimento a demandas sociais, uma vez que ninguém em sã

consciência concordaria em investir em uma sociedade que pode ser direcionada exclusivamente para o atendimento a uma demanda social, ainda que isso inviabilizasse sua lucratividade. Tratar-se-ia de caridade, não de investimento.

Por óbvio, o modelo proposto reduziria significativamente os custos de agência em que os principais, no caso os acionistas não controladores, teriam que incorrer em sua relação com os administradores das Sociedades de Economia Mista. Com a redução da discricionariedade do controlador e dos administradores no tocante aos interesses que poderiam ser atendidos pela Sociedade de Economia Mista, os não-controladores arcariam com menores custos de fiscalização, por um lado, e sofreriam menores perdas residuais, uma vez que a discrepância entre os interesses atendidos pela Sociedade de Economia Mista e os interesses financeiros dos acionistas não-controladores seria reduzida em frequência e intensidade. Com menores custos de agência, elevar-se-ia o retorno dos acionistas não-controladores, o que, evidentemente, significaria mais recursos disponíveis para o financiamento das atividades das Sociedades de Economia Mista, e, simultaneamente, recursos mais baratos para este fim, uma vez que os acionistas exigiriam menor “prêmio de risco” para investir nessas sociedades. Em nossa opinião, estaria, dessa forma, melhor atendido o interesse público do que no modelo de Governança anteriormente abordado, por meio do qual os administradores seriam quase déspotas, com liberdade para, na prática, agir da forma como bem entendessem.

Resta uma pergunta: e no caso de o controlador da Sociedade de Economia Mista (e, por consequência, seus administradores, que são por ele, direta ou indiretamente, escolhidos) constatar que é impossível atender simultaneamente ao interesse público que justificou a criação de determinada Sociedade de Economia Mista e garantir um retorno razoável aos acionistas? Como deveria proceder ao verificar que, para que o interesse público que justificou a criação da Sociedade de Economia Mista seja atendido, o retorno financeiro razoável dos acionistas seria totalmente inviabilizado?

Nesse caso, entendemos que ficaria constatada a impropriedade da criação da Sociedade de Economia Mista no caso. Como dito anteriormente, existem diversas formas de atuação da iniciativa privada e do Poder Público em parceria, sendo que a

Sociedade de Economia Mista só é adequada quando se tratar de demanda social que possa ser atendida por meio da exploração de atividade econômica de forma lucrativa, ou seja, se for possível que aquela atividade, simultaneamente, atenda a uma demanda pública específica e gere retorno financeiro adequado. Se o atendimento a esses dois interesses legítimos for impossível, ou seja, se o atendimento a determinada demanda social não puder gerar retorno financeiro adequado, não há justificativa para que seja feito por meio de uma Sociedade de Economia Mista. Nesse caso, o Poder Público deve atender à demanda social diretamente ou por meio de outro instrumento diverso da Sociedade de Economia Mista.

Entretanto, caso haja equívoco na avaliação do potencial econômico da atividade a ser explorada pela Sociedade de Economia Mista, e se verifique ser impossível o atendimento simultâneo aos dois conjuntos de interesses que convivem na mesma, estabelece-se impasse: a sociedade atenderia exclusivamente ao interesse público que justificou sua criação em detrimento do retorno financeiro dos acionistas ou buscaria exclusivamente o lucro, em detrimento da demanda social que justificou sua criação? Entendemos que nenhuma das duas soluções seria lícita.

Nesse caso, entendemos que estaria configurada a impossibilidade de atendimento, pela Sociedade de Economia Mista, de seu fim social, que é, simultaneamente, gerar lucros e atender a uma demanda social específica que justificou a sua criação. Nesse caso, a solução, nas companhias privadas, é, nos termos do art. 206, II, b, a sua dissolução. Não entendemos, entretanto, que essa solução possa ser aplicada às sociedades de economias mistas, uma vez que seu fim não é exclusivamente econômico, havendo uma demanda social cujo atendimento justificou a sua criação. Assim, a solução mais adequada no caso em que seja constatada a impossibilidade de atendimento pela sociedade de Economia Mista do seu fim social, nos parece ser que esta se torne uma empresa pública, quando então estaria livre para atender exclusivamente o interesse público que justificou sua criação, sem ter qualquer obrigação com o retorno financeiro de seus acionistas. Isso poderia se dar por diversas formas, como por exemplo o fechamento de capital de Sociedade de Economia Mista aberta, devendo, em todos os casos, ser garantido o pagamento aos acionistas privados do valor de suas ações.

Outro ponto que deve ser ressaltado é que, de acordo com o parágrafo único do art. 239 da Lei de Sociedades Anônimas, o fim social diferenciado das Sociedades de Economia Mista (enquanto as sociedades privadas possuem como fim social o lucro, as Sociedade de Economia Mista, em decorrência do disposto no art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas possuem como fim social o atendimento simultâneo à demanda social que justificou a sua criação e o lucro) não altera as responsabilidades dos seus administradores. O que muda, obviamente, é o paradigma sob o qual suas ações serão apreciadas. Assim, quando o art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas determina que os administradores deverão agir “*para lograr os fins e no interesse da companhia*”, entende-se que, enquanto os administradores das sociedades privadas devem atuar em prol da maximização dos lucros da sociedade, os administradores das Sociedades de Economia Mista devem agir em prol do atendimento simultâneo do interesse público que justificou a criação da sociedade e da obtenção de lucro, equilibrando esses dois interesses da forma já defendida.

Ou seja, apesar da equivalência das obrigações dos administradores contida no parágrafo único do art. 239 da Lei de Sociedades Anônimas, suas obrigações não são idênticas. Tanto os administradores de sociedades privadas como os de Sociedades de Economia Mista devem perseguir o fim social da companhia. Ocorre que o fim social dessas companhias é diverso: nas primeiras, o lucro; nas últimas, uma combinação equilibrada entre o lucro e o atendimento à demanda social que justificou a sua criação. É sob esse paradigma que deve ser entendida a equiparação de obrigações em questão.

Em decorrência dessa equiparação, da mesma forma como o administrador de sociedade privada que age deliberadamente em detrimento do interesse econômico dos acionistas pode ser responsabilizado, o administrador de Sociedade de Economia Mista que gere a companhia de modo a atender interesses outros que não o lucro e o interesse público específico que justificou a sua criação, ainda que se trate de outra demanda social justificável, também pode ser responsabilizado, e não pode, em sua defesa, alegar que simplesmente seguiu orientações do acionista controlador. Isso porque se aplica ao administrador de Sociedade de Economia Mista o disposto no parágrafo 1º do art. 154 da Lei de Sociedades Anônimas, segundo o qual todos administradores tem perante a companhia os mesmos deveres, independentemente do acionista que os tiver elegido.

Ou seja, a obrigação dos administradores é agir no interesse da companhia, de modo a que essa atinja o seu fim social e não no interesse de qualquer acionista ou grupo de acionistas. Assim, independentemente da orientação recebida do ente público controlador, caso o administrador de Sociedade de Economia Mista deliberadamente direcione a companhia a fim de atingir objetivo que não o lucro e a demanda social específica que justificou a sua criação, não estará cumprindo com suas obrigações, e poderá ser responsabilizado. E evidentemente, ao gerir a sociedade a fim de que esta atinja o seu fim social duplo, de forma equilibrada, os administradores de Sociedades de Economia Mista devem fazê-lo sob a égide dos mesmos deveres aplicáveis aos administradores das demais sociedades, isso é, obediência, lealdade e diligência, segundo lições do Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima.

Também em razão da equiparação promovida pelo art. 239 da Lei de Sociedades Anônimas entre os administradores de sociedades privadas e Sociedades de Economia Mista, entendemos que aplica-se aos últimos a já analisada regra da *Business Judgment Rule*, insculpida no §6º do art. 159 da Lei de Sociedades Anônimas. Como vimos anteriormente, pela chamada regra de julgamento de negócios, os administradores não podem ter suas decisões negociais questionadas, desde que comprovem ter cumprido com seus deveres legais e estatutários ao tomá-la, principalmente no que concerne ao dever de informação e diligência.

Da mesma forma que os administradores de sociedades privadas, os de Sociedades de Economia Mista devem obedecer às mesmas regras e cumprir as mesmas exigências na tomada de suas decisões. A única diferença é que os primeiros, quando têm seus atos questionados, devem comprovar que agiram de acordo com os parâmetros técnicos aplicáveis e as circunstâncias específicas que envolveram o caso, demonstrando que suas ações eram direcionadas à consecução do fim social da companhia – que é o lucro-, sendo irrelevante o resultado daquelas ações. Já os últimos devem comprovar que suas decisões respeitaram as regras técnicas amplamente aceitas, e que eram direcionadas à consecução do fim social da Sociedade de Economia Mista, ou seja, que tinham por objetivo a obtenção de lucro e o atendimento ao interesse público que justificou a sua criação, de forma equilibrada. Tendo êxito nessa comprovação, é irrelevante o resultado de suas decisões.

Devemos ressaltar ainda, e aqui nos dirigimos para o final de nosso trabalho, que uma proposta realista para um modelo de Governança Corporativa adequado para as Sociedades de Economia Mista não pode prescindir de algumas linhas a respeito de um problema que, na prática, talvez seja maior do que o direcionamento dessas sociedades em prol do interesse público primário em detrimento do retorno dos acionistas. Trata-se da utilização política dessas sociedades pelo governo que controla o ente público que, por sua vez, detém a maioria das suas ações votantes.

É fato notório, sendo noticiado diuturnamente na imprensa, que as Sociedades de Economia Mista muitas vezes são utilizadas pelo ente público controlador como instrumento de atuação política, o que, com frequência, ultrapassa o mero direcionamento de suas políticas em prol do atendimento ao interesse público primário. Com efeito, é frequente a nomeação para cargos de administração de aliados políticos sem qualquer preparo técnico ou estofo moral; diuturnamente, verificamos que ações de propaganda dessas sociedades visam muito mais promover o governo da hora do que a imagem, os produtos ou serviços da sociedade; decisões empresariais são tomadas com base na lógica política, e não na lógica econômica; ações denominadas “de responsabilidade social” de Sociedades de Economia Mista muitas vezes servem a propósitos eleitoreiros dos governantes. Além disso, casos de pura e simples corrupção vicejam.

Não é preciso muito esforço argumentativo para demonstrar que essas estripulias gerenciais não se coadunam com o modelo de Governança Corporativa sugerido para as Sociedades de Economia Mista. Como já visto, a única diferença entre as Sociedades de Economia Mista e sociedades privadas é o seu fim social. Estas visam o lucro, enquanto aquelas perseguem de maneira simultânea e equilibrada o lucro e o fim social que justificou a sua criação. Os abusos mencionados não encontram guarida ou justificação em qualquer dispositivo legal ou constitucional – na verdade, violam uma penca deles.

Ora, já vimos que, pelo art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas, o controlador de Sociedade de Economia Mista possui as mesmas obrigações que o controlador de sociedade privada, com a única diferença de que pode direcioná-la ao fim social que justificou a sua criação. Assim, aplicam-se ao controlador de Sociedade de Economia

Mista o disposto no parágrafo único do art. 116 da Lei de Sociedades Anônimas, segundo o qual este deverá usar o seu poder com o fim de fazer a sociedade “*realizar seu objeto e cumprir sua função social*”, podendo ser responsabilizado, nos termos do art. 117, quando, dentre outras ações abusivas, “*orientar a companhia para fim estranho ao objeto social*”, “*levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia*”, “*promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia*”, “*eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente*”, “*aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.*”

Todas essas obrigações aplicam-se, indistintamente, aos controladores de companhias privadas ou de Economia Mista, uma vez que, como já dito, a única diferença entre as mesmas é o fim social, o que autoriza o controlador a direcionar as Sociedades de Economia Mista a direcioná-las a preencher o fim social que justificou sua criação, ainda que, em algumas situações, em detrimento da maximização do retorno dos acionistas. Isso nada tem a ver com a autorização para que o controlador pratique atos definidos pela lei como abusivos.

Assim, entendemos a grande maioria dos abusos que frequentemente são verificados nas Sociedades de Economia Mista não são objeto de questionamento ou punição em razão de um erro conceitual. Aparentemente, toma-se de barato que as Sociedade de Economia Mista seriam uma extensão do Estado, que poderiam, assim, ser utilizadas politicamente, a fim de atender ao interesse público primário, secundário ou pior, o interesse dos governantes da vez. Assim, considera-se normal a nomeação de políticos sem qualquer preparo técnico para cargos de administração de Sociedades de Economia Mista; a decisão por investimentos em municípios ou estados governados por aliados políticos em detrimento de outros que, apesar de governados pela oposição, seriam mais benéficos para a companhia; a definição dos investimentos dessas

sociedades tomando por base as necessidades do orçamento do ente controlador, sem qualquer preocupação com o que atenderia de forma mais adequada o fim social da companhia.

Somos da opinião de que essas práticas, bem como todas as outras que, se praticadas por controlador de sociedade privada caracterizariam evidente abuso de controle, são também ilícitas quando praticadas pelo ente Público controlador de Sociedade de Economia Mista, exceto quando comprovadamente direcionada ao atendimento do interesse público que justificou a sua criação, nos moldes já defendidos.

Em todos os outros casos, que são a esmagadora maioria, entendemos estar caracterizado o abuso de controle, passível de punição nos moldes da lei e das normas regulamentadoras vigentes. Entendemos ser ônus do controlador, quando determinado ato seu for questionado por outros acionistas ou pelos órgãos de controle, demonstrar que ou o ato não caracteriza abuso de controle (e não caracterizaria se fosse praticado pelo controlador de sociedade privada) ou que se trata de situação excepcional em que determinado ato que poderia caracterizar abuso de controle em uma sociedade privada deixa de sê-lo em razão da aplicação da autorização excepcional contida no art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas. Caso falhe em demonstrar cabalmente que ou o ato não se caracteriza como abuso de controle ou se trate de ato que poderia ser caracterizado como tal, mas deixa de sê-lo em razão da autorização contida no art. 238 da Lei de Sociedades Anônimas, deve o controlador ser integralmente responsabilizado, sendo irrelevante o fato de se tratar de Sociedade de Economia Mista.

Da mesma forma que o controlador, os administradores das Sociedades de Economia Mista possuem as mesmas obrigações que os de companhias privadas, não havendo qualquer diferenciação entre os critérios que devam ser utilizados para medir e julgar seus atos. A única diferença consiste no objetivo a ser alcançado pelos administradores: enquanto os que prestam os seus serviços a companhias privadas devem perseguir o lucro, os administradores de Sociedades de Economia Mista devem perseguir o fim social especial que essas companhias possuem, que é, uma combinação equilibrada entre o lucro e o atendimento ao interesse público que justificou a sua



criação. Excetuada essa diferença, não há razão para que se trate com mais leniência ou tolerância os administradores de Sociedades de Economia Mista.

Visto tudo isso, somos da opinião de que os abusos que diuturnamente verificamos nas Sociedades de Economia Mista, seja por seu controlador, seja por seus administradores, decorrem da má compreensão, por parte dos governantes, dos órgãos de controle e dos próprios acionistas privados, a respeito dos limites de atuação do controlador e dos administradores de Sociedades de Economia Mista. Entendemos que a grande maioria desses abusos pode ser punida sem qualquer alteração legislativa, uma vez que a Lei de Sociedades Anônimas, da forma como é redigida, deixa muito claro que as obrigações dos controladores e administradores de Sociedades de Economia Mista e de companhias privadas são idênticas, diferindo exclusivamente no tocante à possibilidade de direcionamento das primeiras a fim de atenderem à demanda social que justificou a sua criação.

Assim, decisões tomadas em prejuízo dos legítimos interesses dos acionistas e em prol de interesses outros que não o lucro e o fim social que justificou a criação da Sociedade de Economia Mista, tomadas por seu controlador ou administradores, são ilícitas, e, de acordo com a Lei de Sociedades Anônimas, podem ensejar a responsabilização desses agentes. Entendemos que a compreensão da efetiva diferença entre as obrigações do controlador e dos administradores de sociedades privadas e de Economia Mista é imprescindível para que passemos a ter um controle mais efetivo sobre a legalidade dos atos de Sociedades de Economia Mista, e se dissemine o entendimento de que essas companhias não são órgãos estatais, mas entidades financiadas por particulares, sujeitas ao regime das sociedades privadas, e que se diferenciam dessas últimas exclusivamente pelo fato de que sua gestão não deve ser focada exclusivamente no lucro, mas em uma combinação equilibrada entre a busca pelo lucro e o atendimento ao interesse público que justificou a sua criação. Desse modo, passariam a ser punidos os frequentes abusos na gestão dessas sociedades, uma vez que seu direcionamento a quaisquer outros fins que não o lucro ou o interesse público que justificou a sua criação não encontra sustentação na lei. Sobre a responsabilização do Estado pelos danos causados em razão do descumprimento da obrigação legal de atendimento ao interesse público (no caso das Sociedades de

Economia Mista, a lei determina que seja atendido o interesse público que justificou a sua criação e não o interesse público primário), Celso Antônio Bandeira de Mello leciona:

*“Uma vez absorvida a noção de interesse público nos termos propostos, percebe-se que é muito maior do que habitualmente suposto o campo de defesa que deve ser reconhecido a cada particular contra desvios na conduta estatal, isto é, contra atos em que esta, por violar substancialmente a legalidade, se desencontra daquilo que é verdadeiramente o interesse público. Na medida em que o faça e em que onere pessoalmente (embora em conjunto com inúmeros outros) alguém que estaria livre de tal oneração ou sonegue proveitos que muitos captariam se a legalidade fosse obedecida, tal conduta terá sido agressiva a um direito subjetivo de cada prejudicado, mesmo quando a norma transgredida haja sido posta em atenção a interesses que necessariamente se irradiam sobre muitos ou sobre todos.”<sup>359</sup>*

Visto tudo isso, apresentaremos de forma sistemática no tópico seguinte – a conclusão - o que entendemos como o adequado modelo de Governança Corporativa das Sociedades de Economia Mista. Como já dito, não se trata de criação inovadora nossa, mas sim de interpretação dos dispositivos constitucionais e legais e dos princípios que orientam a atuação dessas sociedades.

---

<sup>359</sup> Ob. cit. p. 73.

## CONCLUSÃO

As Sociedades de Economia Mista se diferenciam das companhias privadas exclusivamente pelo fim social. Nas companhias privadas, o fim é o lucro, que deve ser perseguido com respeito à lei e aos padrões éticos e morais amplamente aceitos, enquanto nas Sociedades de Economia Mista, o fim social é duplo, e envolve a busca equilibrada pelo lucro e pelo atendimento do interesse público que justificou a criação da sociedade. Essa diferença autoriza que a Sociedade de Economia Mista seja gerida em detrimento do interesse econômico dos acionistas (desde que não se perca de vista a necessidade de equilíbrio entre os dois grupos de interesses que compõe o fim social), quando necessário ao atendimento do interesse público que justificou a sua criação.

Entretanto, o fim social diferenciado não autoriza que a sociedade seja gerida em prol do atendimento ao interesse público primário (demandas sociais gerais) ou secundário (interesses administrativos do Estado). Não autoriza também que a sociedade seja gerida de modo a atender a interesses políticos dos governantes da vez, sendo certo que o controlador e os administradores de Sociedades de Economia Mista possuem exatamente as mesmas obrigações que os ocupantes de posições equivalentes em sociedades privadas. A única diferença entre eles diz respeito à possibilidade de direcionamento, pelos primeiros, da Sociedade de Economia Mista em prol do interesse público que justificou a sua criação. O direcionamento da sociedade em favor de qualquer outro interesse que não o lucro e o interesse público que justificou a sua criação é ilícito, e deve ser objeto de questionamento e punição pelas instâncias competentes.

Entendemos que a adoção desse modelo da forma defendida – inclusive com a obrigatoriedade de que a lei que autorizar a criação da Sociedade de Economia Mista e o seu estatuto social mencionem expressamente, da forma mais detalhada possível, qual o fim social que justificou a sua criação- iria, de um lado, reduzir os constantes abusos verificados nas Sociedades de Economia Mista, muitas vezes utilizadas como braços do Estado, com a utilização ilícita, em prol de interesses variados, de recursos investidos por particulares. Por outro lado, iria certamente elevar o interesse dos particulares por

essas sociedades, aumentando os recursos privados disponíveis para o atendimento superavitário de demandas sociais específicas, e liberando recursos públicos para aquelas demandas cujo atendimento não é atrativo para os particulares.<sup>360</sup>

Acreditamos ser necessário também que os diversos participantes do mercado de capitais tenham consciência das regras que regem as relações entre os diversos interessados no funcionamento das Sociedades de Economia Mista, de modo a que, por um lado, não se insurjam contra o lícito direcionamento das Sociedades de Economia Mista em prol do interesse público que justificou a sua criação, ainda que isso se dê, em algumas situações, em prejuízo do retorno dos acionistas; mas que, por outro lado, exerçam suas funções legais de questionamento, fiscalização e punição dos controladores e administradores de Sociedades de Economia Mista que direcionem as sociedades de modo a atender a interesses sociais que nada tem a ver com o interesse público que justificou a sua criação, ou, mais grave, ao interesse público secundário e mesmo aos interesses políticos dos governantes da vez.

A adoção do modelo de Governança proposto, pelos diversos integrantes do mercado de capitais, seria, em nossa opinião, um avanço em relação à realidade atual, e poderia contribuir sobremaneira com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, elevando a confiança dos investidores nas Sociedades de Economia Mista e, por consequência, os recursos disponíveis para essas sociedades, que são valioso instrumento para o atendimento de demandas sociais específicas.

---

<sup>360</sup> Apesar de não poder ser considerada uma solução para a questão debatida no presente trabalho, entendemos que a utilização de ações preferenciais nas Sociedades de Economia Mista pode mitigar o risco a que estão sujeitos os acionistas privados. De acordo com o art. 17, I, da Lei de Sociedades Anônimas, é possível fixar, nas ações preferenciais, o pagamento de dividendos mínimos. Essa poderia ser uma forma de garantir aos acionistas privados uma remuneração mínima do capital que investissem na sociedade, dando-lhes maior segurança e reduzindo o risco em que incorrem ao investir em uma sociedade cuja gestão pelo ente público é sempre polêmica, e cuja a dubiedade de interesses envolvidos pode comprometer os resultados financeiros. Por outro lado, considerando que nas Sociedades de Economia Mista os acionistas privados necessariamente não possuem o poder de efetivamente influir nos rumos da companhia, e que a possibilidade de venda do controle é pequena, os prejuízos decorrentes da ausência de direito de voto são mitigados. Entretanto, como dito, consiste em um paliativo, que não resolve o problema que deu azo à realização deste estudo.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALCHIAN, Armer et. al. Production, Information Costs and Economic Organization. American Economic Review, v. 62, Junho a Dezembro de 1972, p. 777 a 795.

ASQUITH & KIM, The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders, 37 J.FIN. 1209 (1982).

BAINBRIDGE, Stephen M., Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance (February 2002). UCLA, School of Law Research Paper No. 02-06. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=300860> or DOI: 10.2139/ssrn.300860. Acessado em 27 de setembro de 2009.

BAINBRIDGE, Stephen M., In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm. Washington & Lee Law Review, Vol. 50, 1993.

BAINBRIDGE, Stephen M., Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes. Pepperdine Law Review, Vol. 19, p. 991-1025, 1992. Disponível at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=310261>, acessado em 12 de julho de 2010.

BAINBRIDGE, Stephen M. The Board of Directors as a Nexus of Contracts, 88 Iowa Law Review 1, 2002-2003.

BAINBRIDGE, Stephen M., The Creeping Federalization of Corporate Law. Regulation, Vol. 26, No. 1, pp. 32-39, Spring 2003. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=389403>, acessado em 30 de julho de 2008.

BAINBRIDGE, Stephen M. Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance... Vanderbilt Law Review, Vol. 55, pp. 1-55, 2002. Disponível em : <http://ssrn.com/abstract=266683>, acessado em 23 de dezembro de 2010.

BAYSINGER, Barry e HOSKISSON, Robert E. The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy. *The Academy of Management Review*, Vol. 15, No. 1 (Jan., 1990), p. 72-87. Academy of Management, Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/258106>, acessado em 27 de setembro de 2009.

BENELLI, Giuseppe; LODERER, Claudio and LYS, Thomas. Labor Participation in Corporate Policy-Making Decisions: West Germany's Experience with Codetermination . *The Journal of Business*, Vol. 60, No. 4 (Oct., 1987), p. 553-575. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/2352961>, acessado em 28 de setembro de 2009.

BENTOLILA, Samuel e Bertola, Giuseppe. Firing costs and labor demand: How bad is Eurosclerosis: *Review of Economic Studies*, 57:381-402.

BERGAMINI JUNIOR, Sebastião. Controles Internos como um instrumento de governança corporativa. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, V. 12, N. 24, P. 149-188, dez. 2005.

BERLE., Adolf A., Corporate Powers as Powers in Trust, 44 *Harvard Law Review* 1049 (1931).

BLAIR, Margaret M., Why Markets Chose the Corporate Form: Entity Status and the Separation of Asset Ownership from Control (July 14, 2003). *Georgetown Law and Economics Research Paper No. 429300*. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=429300>, acessado em 12 de novembro de 2010.

BOATRIGHT, John R. Contractors as *stakeholders*: Reconciling stakeholder theory with the nexus-of-contracts firm. *Journal of Banking & Finance* 26 (2002) 1837–1852.

BORGER, Fernanda Gabriela. Responsabilidade Social: Efeitos da atuação social na dinâmica empresarial, tese de doutoramento defendida perante o Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2001.

BORGES, João Eunápio. Curso de Direito Comercial Terrestre. Forense, 1967.

BRATTON, William W. The “Nexus of Contracts” Corporation: A Critical Appraisal. *Cornell Law Review*, 407, 1988-1989.

BROWN, Charles & MEDOFF, James L., The Impact of Firm Acquisitions on Labor, in *CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES* 9 (Alan J. Auerbach ed. 1988).

BRUNETTI, Antonio. *Tratado del Derecho de las Sociedades*. V. I, tradução de Felipe de Solá Cañizares, Unión Tipográfica Editorial Hispano Americana, Buenos Aires, 1960.

CABLE, John R. e FITZROY, Felix R.. Productive efficiency, incentives and employee participation: some preliminary results for west germany. *Kyklos*, VI 33, NO: 1, PG: 100-121, 1980. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-6435.1980.tb02623.x>, acessado em 26 de setembro de 2009.

CARNEIRO, Tácio Muzzi Carvalho e. *A Sociedade de Economia Mista Federal Frente à Falência*. Dissertação de Mestrado defendida perante a Faculdade de Direito da UFMG em 2004.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 4º Volume, tomo I, Ed. Saraiva, 4ª Ed, 2009.

CHARNY, David, The German Corporate Governance System. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=125188> or DOI: 10.2139/ssrn.125188. Acessado em 17 de agosto de 2009.

COASE, Ronald Harry. The Nature of the Firm, *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937), p. 386-405, p. 388.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*, V. 1, 8ª Ed., 2004, Editora Saraiva.

COELHO, Fábio Ulhoa, Curso de Direito Comercial, Volume II, 6ª edição, 2003, Editora Saraiva.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. O acionista minoritário no direito brasileiro. Rio de Janeiro: Forense, 1994.

CORREA-LIMA, Osmar Brina. Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima. Rio de Janeiro: Aide, 1989.

CORREA-LIMA, Osmar Brina. Sociedade Anônima, 3ª. ed., Ed. Del Rey, 2005.

DAMMANN, Jens, The Future of Codetermination After Centros: Will German Corporate Law Move Closer to the U.S. Model?. Fordham Journal of Corporate and Financial Law, Vol. 8, p. 607, 2003.

DANTAS, Frederico. Direito Adquirido e Leis de Ordem Pública, Revista Esmafe : Escola de Magistratura Federal da 5ª Região, n. 8, dez. 2004, p. 10, disponível em [http://bdjur.stj.jus.br/xmlui/bitstream/handle/2011/27095/direito\\_adquirido\\_leis\\_ordem.pdf?sequence=3](http://bdjur.stj.jus.br/xmlui/bitstream/handle/2011/27095/direito_adquirido_leis_ordem.pdf?sequence=3), acessado em 20 de dezembro de 2010.

DAVIS, M.T. de Carvalho Britto. Tratado das Sociedades de Economia Mista – A empresa estatal brasileira perante o cenário jurídico e econômico. V. I, Ed., Editor José Konfino, 1969, Rio de Janeiro.

DODD, E. Merrick. For Whom are Corporate Managers Trustees?, 45 Harv. L. Rev. 1145, 1148 (1932).

DODD, E. Merrick. Is effective enforcement of the fiduciary duties of corporate managers practible? University of Chicago Law Review, 2, 1935, p. 194-207.

DONATO, Messias Pereira. Co-Gestão. Revista de Direito do Trabalho, nº. 32, julho a agosto de 1981, fl. 35/45.

DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil Brasileiro, v. 3, Ed. Saraiva, São Paulo, 25ª Ed.

EASTERBROOK, Frank A. & JARRELL, Gregg A., Do Targets Gain From Defeating Tender Offers?, 59 N.Y.U.L.REV. 277 (1984).



EASTERBROOK, Frank A. & FISCHER, Daniel R., Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholders' Welfare, 36 BUS.LAW. 1733 (1981).

ECKBO, B. Espen. The Government as Active Shareholder (16 de dezembro de 2009). Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1529010>. Acessado em 14 de julho de 2010.

EISENBERG, Melvin A. The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm. The Journal of Corporate Law, 24, 1998-1999.

ELSON, Charles M. Directors Compensation and the Management-Captured Board; The History of a Symptom and a Cure, 50 SMU - Southern Methodist University Law Review 127, Setembro/outubro de 1996. Disponível em <https://litigation-essentials.lexisnexis.com/webcd/app?action=DocumentDisplay&crawlid=1&doctype=cite&docid=50+SMU+L.+Rev.+127&srctype=smi&srcid=3B15&key=7a08029c20ffccc069842efb9ea45f6>, acessado em 28 de setembro de 2009.

ELSON, Charles M. The Duty of Care, Compensation and Stock Ownership, 63 U. Cin. Law Review. 649, 651, 1995.

FAUVER, Larry and FUERST, Michael E., Does Good Corporate Governance Include Employee Representation? Evidence from German Corporate Boards (May 2004). EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 1171. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=534422>, acessado em 28 de setembro de 2009.

FERES, Marcos Vinício Chein.. Função Social da Empresa e Internacionalização, Dissertação de Mestrado, Orientadora: Prof<sup>ª</sup> Isabel Vaz, BH, 1999, FDUFGM.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Novo Dicionário da Língua Portuguesa, 2<sup>a</sup> Edição, revista e ampliada (11<sup>a</sup> impressão), Editora Nova Fronteira.

FERREIRA, Waldemar Martins. A Sociedade de Economia Mista em seu aspecto contemporâneo. Ed. Max Limonad, São Paulo, 1956.

FIORI, José Luís. Estado de bem-estar social: padrões e crises. *Physis* [online]. 1997, vol.7, n.2, p. 129-147. ISSN 0103-7331.

FITZROY, Felix R. and KRAFT, Kornelius. Economic Effects of Codetermination *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 95, No. 3 (Sep., 1993), p. 365-375. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/3440362>. Acessado em 28 de setembro de 2009.

FREEMAN & REDD, Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance, 25 CAL.MGMT.REV. 88, 89 (1983).

FRIEDMAN, Milton. *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. The New York Times Magazine, 13 de Setembro de 1970. Copyright @ 1970 by The New York Times Company.

GOMES, Orlando. Contratos, 25ª ed., Ed. Forense, Rio de Janeiro, 2002.

GORTON, Gary B. and Schmid, Frank A., Class Struggle Inside the Firm: A Study of German Codetermination (Outubro de 2000). NBER (National Bureau of Economic Research) Working Paper No. W7945. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=245742>, acessado em 22 de dezembro de 2010.

GRAU, Eros Roberto. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. N. 55, Julho a Setembro de 1984, p. 36, Editora Revista dos Tribunais.

GREEN, Ronald. M. Shareholders as Stakeholders: Changing Metaphors of Corporate Governance. *Wash & Lee Law Review*, 50, p. 1409-1421, 1993.

GUERRA, Luiz Antônio. Licitação – Direito Administrativo, Consórcio empresarial e sociedade de propósito específico, Proteção e segurança jurídica para o poder público. In *Revista Jurídica*, Brasília, v. 8, n. 81, p.47-61, out./nov., 2006.

KANK JR., James J. Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s. *Stetson Law Review*, Vol XXI 1991 pgs 97-119.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; SQUIRE, Richard. Law and the Rise of the Firm, 119 Harv. L. Rev. 1335 (2005-2006).

HANSMANN, Henry e KRAAKMAN, Reinier H., What is Corporate Law?. THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH, R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, and E. Rock, Oxford University Press, pp. 1-19, 2004. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=568623>, acessado em 30 de julho de 2008.

HENDERSON, M. Todd , Everything Old is New Again: Lessons from Dodge v. Ford Motor Company (December 2007). U of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 373, f. 1. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1070284>. Acessado em 10/03/2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. 4.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP : IBGC, 2009.

JARRELL, Gregg A., BRICKLEY, James A. & NETTER, Jeffry, The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980, 2 J.ECON.PERSP. 49 (1988).

JENSEN, M.C. e MECKLING W.H., 1979. Rights and Production Functions: An Application to Labormanaged Firms and Codetermination. Journal of Business 52, 469-506.

JENSEN, Michael & RUBACK, Richard S., The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, 11 J.FIN.ECON. 5 (1983).

JENSEN, Michael C. e MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, Outubro de 1976, V. 3, nº. 4, p 305/360.

KANE, Mitchell e ROCK, Edward B. Corporate Taxation and International Charter Competition. *Scholarship at Penn Law*. Paper 168, 2007. Disponível em [http://lsr.nellco.org/upenn\\_wps/168](http://lsr.nellco.org/upenn_wps/168) em 27 de maio de 2010.

KAYO, Eduardo Kazuo e FAMA, Rubens. Dificuldades Financeiras, Custos de agência e o instituto da concordata. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, V. I, n.º. 3, 2º semestre de 1996.

KEATINGE, Robert R. , RIBSTEIN, Larry E., HAMILL, Susan Pace, Gravelle, Michael L. and Connaughton, Sharon, The Limited Liability Company: A Study of the Emerging Entity. *Business Lawyer*, Vol. 47, p. 375, 1992.

KLEINBERGER, Daniel S., The Closely Held Business Through the Entity-Aggregate Prism. *Wake Forest Law Review*, Vol. 40, p. 827, 2005; William Mitchell Legal Studies Research Paper No. 15. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=707242>, acessado em 28 de maio de 2010.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ DE SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert W., Investor Protection and Corporate Valuation (Outubro de 1999). Harvard Institute of Economics Research Paper No. 1882. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=192549>, acessado em 02 de fevereiro de 2010.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert W. *Law and Finance*, *Journal of Political Economy*, Universidade de Chicago, 1998, vol. 106, n.º. 6, p. 1113/1155.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por ações anotada*. Editora Saraiva, 3ª Ed., 2010.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADRES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, V. 6, n.º. 1, janeiro a abril de 2002.

LEVINE, D.I. e TYSON, L.D., 1990. Participation, Productivity and the Firm's Environment. In: Paying for Productivity: A Look at the Evidence A.S. Blinder, pp. 183-237.

LIGEIRO, Adriana Aparecida Giosa. O Juiz e a decisão por equidade. Revista jurídica da UniFil, ano II, nº. 2.

LORIA, Eli: Estrutura e função do capital social na companhia aberta, defendida perante a Universidade de São Paulo em 2009, disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-16092009-093530/>, acessado em 14 de agosto de 2010.

LJUNGQVIST, Alexander e JENKINSON, Tim. Hostile Stakes and the Role of Banks in German Corporate Governance(July 29, 1997). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=33678> or DOI: 10.2139/ssrn.33678”, acessado em 17 de agosto de 2009.

MACHADO FILHO, Sebastião. A co-gestão na empresa no direito do trabalho da Alemanha. Revista do Tribunal Regional do Trabalho da 8ª Região, nº. 27 (52), fs. 91/125, Janeiro a Junho de 1994.

MARTINS, Fran. Comentário à Lei das Sociedades Anônimas, 4ª Ed., Ed. Forense, 2010.

MARTINS. Pedro Saboya. Constituição Econômica e Agências Reguladoras: Reflexão sobre as Agências Reguladoras e a intervenção do Estado na Economia. Dissertação (mestrado) – Universidade de Fortaleza, 2008. “Orientação : Prof. Dr. Martonio Mont'Alverne Barreto Lima. Disponível em <https://uol01.unifor.br/oul/conteudosite/F1066349775/Dissertacao.pdf>, acessado em 20 de outubro de 2010.

MARTINS, Sérgio Pinto Co-Gestão, in Revista do Tribunal Regional do Trabalho da 8ª Região, ano 1,nº. 1, Jan/Jun 1968.

MECKLING, William H. e JENSEN, Michael C., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure (1º de Julho de 1976). Michael C.

Jensen, A THEORY OF THE FIRM: GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS AND ORGANIZATIONAL FORMS, Harvard University Press, Dezembro de 2000; Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 3, No. 4, 1976. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=94043>, acessado em 20 de dezembro de 2010

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Curso de Direito Administrativo, Malheiros Editores, 14ª Ed, 2001.

MERRIAM-WEBSTER, Dicionário eletrônico. <http://www.merriam-webster.com/dictionary/>, acessado em 27 de abril de 2010.

MILLER, Elizabeth S. et. al. The duty of finest loyalty and reasonable decisions: The business judgment rule in unincorporated business organizations? Delaware Journal of Corporate Law , Vol. 30, 2ª edição, pp. 343-388, 2005.

MIYAZAKI, Hajime. Internal Bargaining, Labor Contracts, and a Marshallian Theory of the Firm *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 3 (Jun., 1984), p. 381-393. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/1804014>, acessado em 27 de setembro de 2009.

MONTEIRO, Washington de Barros. Curso de Direito Civil, v. 4, Ed. Saraiva, São Paulo, 31ª Ed, 2001.

MONTEIRO, Washington de Barros et al. Curso de Direito Civil, v. 5, Ed. Saraiva, São Paulo, 37ª Ed.

NOGUEIRA, Igor Vasconelos; LAMOUNIER, Wagner Moura e COLAUTO, Romualdo Douglas. O Q de Tobin e Medidas Financeiras Tradicionais em Companhias Siderúrgicas Brasileiras e Americanas com Ações na BOVESPA e na NYSE. Revista Brasileira de Gestão de Negócios, Vol. 12, nº. 35, abril/junho de 2010, p. 156-170.

PAGE, Antony, Has Corporate Law Failed? Addressing Proposals for Reform (April 21, 2009). Michigan Law Review, Vol. 107, 2009. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1392628>.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. Gestão do Setor Público: estratégia e estrutura para um novo Estado. In Reforma do Estado e Administração Pública Gerencial, organizado pelo autor e por Peter Spink. Editora Fundação Getúlio Vargas, 7ª edição, 1998.

PEREIRA, Tadeu Rabelo. Regime (s) Jurídico (s) das Empresas Estatais que Exploram Atividade Econômica. Editora Síntese, 1ª Ed., Porto Alegre, 2001.

PRZEWORSKI, Adam. Sobre o desenho do Estado: uma perspectiva *agent x principal*. In Reforma do Estado e Administração Pública Gerencial, organizado por Luiz Carlos Bresser Pereira e Peter Spink. Editora Fundação Getúlio Vargas, 7ª edição, 1999.

REQUIÃO, Rubens. Aspectos Modernos de Direito Comercial (Estudos e pareceres). 2ª ed., 1988, Editora Saraiva

REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, 1º volume, 29º Ed., Ed. Saraiva

REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, 2º Volume, 17ª Ed., 1988, Ed. Saraiva.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança corporativa: Padrões internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. Revista BNDES, São Paulo, n. 906, 1998. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev906.pdf>. Acessado em 12 de novembro de 2009.

SILVA, Antonio Álvares da. Co-gestão no estabelecimento e na empresa. São Paulo: LTR, 1991, 1ª edição, p. 33/34.

SILVA, José Afonso da. Curso de Direito Constitucional Positivo, 19ª Ed., Malheiros Editores, 2001.

SIMIONATO, Frederico A. Monte. Tratado de Direito Societário, Vol. I, Ed. Forense, 2009.

SMITH, ADAM. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, p. 439, publicado em 1776, edição de 2009, Didireads.com Books, disponível em <http://books.google.com.br/books?id=rBiqT86BGQEC&printsec=frontcover#v=onepage&q&f=false>, acessado em 22 de março de 2011.

SITKOFF, Robert H. Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency. *Journal of Corporation Law*, Vol. 28, 2003. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=470061>, acessado em 21 de janeiro de 2010.

STUBER, Walter Douglas. Natureza Jurídica da Subsidiária de Sociedade de Economia Mista, na *Revista de Direito Administrativo*, V. 150, outubro a dezembro de 1982, Ed. Fundação Getúlio Vargas, p. 18/34.

SVEJNAR, Jan. Employee participation in management, bargaining power and wages. *European Economic Review*, V. 18, iss. 2, 1982, p. 291/303. Disponível em [http://www.sciencedirect.com/science?\\_ob=ArticleURL&\\_udi=B6V64-4GJVF53-V&\\_user=10&\\_coverDate=12%2F31%2F1982&\\_rdoc=1&\\_fmt=high&\\_orig=gateway&\\_origin=gateway&\\_sort=d&\\_docanchor=&view=c&\\_searchStrId=1715450596&\\_returnOrigin=scholar.google&\\_acct=C000050221&\\_version=1&\\_urlVersion=0&\\_userid=10&md5=323596e11fad44ba99f50b91cc559553&searchtype=a](http://www.sciencedirect.com/science?_ob=ArticleURL&_udi=B6V64-4GJVF53-V&_user=10&_coverDate=12%2F31%2F1982&_rdoc=1&_fmt=high&_orig=gateway&_origin=gateway&_sort=d&_docanchor=&view=c&_searchStrId=1715450596&_returnOrigin=scholar.google&_acct=C000050221&_version=1&_urlVersion=0&_userid=10&md5=323596e11fad44ba99f50b91cc559553&searchtype=a), acessado em 27 de setembro de 2009.

SZTAJN, Rachel, em *Contrato de Sociedade e Formas Societárias*, Ed. Saraiva, 1ª Ed., 1989.

THOMAS, Randall S., Explaining the International CEO Pay Gap: Board Capture or Market Driven? (November 14, 2002). *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 02-19*. Disponível em : <http://ssrn.com/abstract=353561>, acessado em 24 de agosto de 2010.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades Anonimas*, Mundo Medico Borsoi & C, 1937.



VENÂNCIO FILHO, Alberto. A intervenção do Estado no Domínio Econômico – O Direito Público Econômico no Brasil. Serviço de Publicações da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, Brasil, 1968.

VENOSA, Sílvio de Salvo. Direito Civil, V. II, Ed. Atlas, 7ª edição.

WINKLER, Adam, Corporate Law or the Law of Business? Stakeholders and Corporate Governance at the End of History. *Journal of Law and Contemporary Problems*, Vol. 67, pp. 109-133, 2004; UCLA School of Law.