

REVISTA DE  
DIREITO  
MERCANTIL  
industrial, econômico  
e financeiro



168/169

Publicação do  
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado  
e Biblioteca Tullio Ascarelli  
do Departamento de Direito Comercial  
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano LIV (Nova Série)  
agosto 2014/julho 2015

 **MALHEIROS  
EDITORES**

# REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

industrial, econômico e financeiro

Nova Série – Ano LIV – ns. 168/169 – ago. 2014/jul. 2015

## FUNDADORES

1ª FASE: Waldemar Ferreira

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. da Costa  
e Fábio Konder Comparato

## CONSELHO EDITORIAL

Alexandre Soveral Martins, Ana de Oliveira Frazão, Carlos Klein Zanini, Gustavo José Mendes Tepedino, Jorge Manuel Coutinho de Abreu, José Augusto Engrácia Antunes, Judith Martins-Costa, Luís Miguel Pestana de Vasconcelos, Paulo de Tarso Domingues, Ricardo Oliveira García, Rui Pereira Dias, Sérgio Campinho

## COMITÊ DE REDAÇÃO

Antonio Martín, Balmes Vega Garcia, Calixto Salomão Filho, Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Eduardo Secchi Munhoz, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Francisco Satiro de Souza Junior, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, José Alexandre Tavares Guerreiro, José Marcelo Martins Proença, Juliana Krueger Pela, † Luiz Gastão Paes de Barros Leães, Manoel de Queiroz Pereira Calças, Marcelo Vieira von Adamek, Marcos Paulo de Almeida Salles, Mauro Rodrigues Penteado, Newton de Lucca, Newton Silveira, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, Paulo Frontini, Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca, Paula Andréa Forgioni, Rachel Sztajn, Rodrigo Octávio Broglia Mendes, Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer, Sheila Christina Neder Cerezetti, Vinícius Marques de Carvalho

## COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO

João Paulo Braune Guerra, João Vicente Fernandez Pereira, Rodrigo Fialho Borges

## ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE

Adriano Helena Sasseron, Amanda Lopes Langanke, Ana Paula Collet Camargo, Ana Thereza Mantovanini Aguiar, Artur Silva Boaretto, Beatriz Terrim, Emanuela Falchette Angeloni, Felipe Crispim de Brito, Francisco Caio Pinho Camurça, Leticia Francisco Alves Ribeiro Dias, Lucas Adam Martinez Faria, Lucas de Oliveira Noletto, Matheus Resende de Oliveira Lima, Mônica Tiemy Fujimoto, Nicholas Fernandes de Oliveira Versignassi, Paulo Ruggiero Fucci, Pedro Henrique Manfrini, Sabrina Gorsani Montovanelli Dutra, Suely Abreu de Magalhães Trindade, Vera Ananda da Silveira, Victor Dalla Déa Barone, Victor Maffei Matsumato Gonçalves, Victória Melo Yoshida, Yasmin Brasileiro Gomes

*REVISTA DE DIREITO MERCANTIL*

Publicação da MALHEIROS EDITORES LTDA.

Rua Paes de Araújo, 29, cjto. 171

04531-940 – São Paulo, SP – Brasil

Tel.: (11) 3078-7205

Diretor responsável: Álvaro Malheiros

Diretora: Suzana Fleury Malheiros

Supervisão Gráfica: Vânia Lúcia Amato

Editoração Eletrônica: Cicacor Editorial

# SUMÁRIO

## **HOMENAGENS**

- DISCURSO PROFERIDO NA REUNIÃO DA CONGREGAÇÃO DA FACULDADE DE DIREITO DA USP, EM 30.3.2017, POR OCASIÃO DA HOMENAGEM AOS 80 ANOS DO PROFESSOR FÁBIO KONDER COMPARATO ..... 7  
– ALBERTO DO AMARAL JR.
- A INFLUÊNCIA DA OBRA DO PROFESSOR FÁBIO KONDER COMPARATO NO DIREITO COMERCIAL BRASILEIRO ..... 10  
– CARLOS KLEIN ZANINI

## **DOCTRINA & ATUALIDADES**

- O PAPEL DO ADMINISTRADOR JUDICIAL NA LEI BRASILEIRA (LEI 11.101/2005) ..... 17  
– NEWTON DE LUCCA
- UM NOVO DIREITO CONCURSAL EM CONFORMAÇÃO? Doutrina e Jurisprudência de Pontos Controvertidos ..... 32  
– GRUPO DE ESTUDOS SANFRAN JR.
- O DIREITO DO CONSUMIDOR E O FINANCIAMENTO DA ATIVIDADE EMPRESARIAL ..... 83  
– DANIEL SILVA QUEIROGA
- ENTRE DOGMAS E INOVAÇÃO: A ANÁLISE ANTITRUSTE DE MERCADOS DE INTERNET ..... 99  
– ADEMIR ANTÔNIO PEREIRA JR.
- BENEFÍCIOS PARTICULARES DO CONTROLE NO BRASIL: O QUE MUDOU NOS ÚLTIMOS DEZ ANOS? ..... 117  
– TOMÁS SOUZA QUEIRÓS DE ALVARENGA
- FINANCIAMENTO DE MICRO E PEQUENAS EMPRESAS BRASILEIRAS ATRAVÉS DE OFERTAS PÚBLICAS DE NOTAS PROMISSÓRIAS ..... 141  
– AMANDA GOUVÊA TOLEDO BARRETTO
- O SUICÍDIO DO SEGURADO NO CONTRATO DE SEGURO DE VIDA: Comentários em face do entendimento do STJ no REsp 1.334.005-GO ..... 168  
– DAVI GUIMARÃES MENDES
- O DEVER DE DILIGÊNCIA DOS ADMINISTRADORES E OS CUSTOS DE AGÊNCIA: LIÇÕES DO “CASO SADIA” ..... 183  
– BÁRBARA BITTAR TEIXEIRA e GABRIELA ANDRADE GÓES

***ESPAÇO DISCENTE***

PUNIÇÕES NO SISTEMA FINANCEIRO: Primeiros apontamentos sobre a Medida Provisória 784/2017 .....	201
– MARIANA DE BRITO MARIANI GUERREIRO e PAULO HENRIQUE CABAN STERN MATA	

## COLABORADORES

ADEMIR ANTÔNIO PEREIRA JR. – Graduiu-se em Direito pela USP, na tradicional faculdade de Direito do Largo S. Francisco – É Mestre em Direito Econômico pela Faculdade de Direito da USP e em Direito, Ciência e Tecnologia pela *Stanford University* – Atua como Advogado na área de Direito da Concorrência e Regulação – Concentra seus interesses nos seguintes temas: Direito e Desenvolvimento, Regulação da Atividade Econômica, especialmente Regulação da Internet, Direito Concorrencial e Propriedade Intelectual

ALBERTO DO AMARAL JR. – Livre-Docente em Direito pela USP – Aprovado, em 2007, no concurso para Professor Titular da Faculdade de Direito da USP com a tese “A Solução de Controvérsias na OMC e a Aplicação do Direito Internacional” – Atualmente é Professor Associado no Departamento de Direito Internacional da Faculdade de Direito da USP – Tem experiência na área de Direito, com ênfase em Direito Internacional, atuando principalmente nos seguintes temas: Comércio Internacional, MERCOSUL, Direito Internacional, Direitos Humanos e Direitos do Consumidor

AMANDA GOUVÊA TOLEDO BARRETTO – Bacharel pela Faculdade de Direito da USP – *LL.M.* em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais, Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa

BÁRBARA BITTAR TEIXEIRA – Mestranda em Direito e Desenvolvimento pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV/SP) – Bacharela

em Direito pela Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da USP (FDRP/USP) – Desenvolveu projeto de iniciação científica com bolsa CNPq – Graduada “com louvor” em Direito pela FDRP/USP – Premiada com o “Prêmio de Reconhecimento de Desempenho na Graduação” da FDRP/USP

CARLOS KLEIN ZANINI – Graduado em Direito pela UFRS (1993) – Doutor em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP (2002) – Professor Associado de Direito Comercial da Faculdade de Direito da UFRS – Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da UFRS no período de 2006/2010 – Chefe do Departamento de Direito Privado e Processo Civil da Faculdade de Direito da UFRS no período de 2010/2014 – Vice-Diretor da Faculdade de Direito da UFRS no período de 2012/2016 – Advogado em Porto Alegre e São Paulo

DANIEL SILVA QUEIROGA – É Advogado – Doutorando em Direito pela UFMG (2015) e Mestre em Direito Internacional e Comunitário pela PUC/MG (2006) – Possui graduação em Direito pelo Centro Universitário de Belo Horizonte (2004) e em Relações Internacionais pela PUC/MG (2005) – Atua no Magistério em nível superior desde 2007 – Tem experiência na área de Direito e Relações Internacionais, com atuação destacada em simulações pedagógicas, Direito Econômico, Direitos Humanos, Direito do Consumidor, Direito Empresarial, Direito Internacional, Integração Regional e Negociações

DAVI GUIMARÃES MENDES – Mestrando em Direito Civil pela USP – Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Ceará/UFC – Advogado – Pesquisa na área de Direito, com ênfase em Direito Civil e Direito Comercial

MARIANA DE BRITO MARIANI GUERREIRO – Estudante de Direito, UFRJ

NEWTON DE LUCCA – Mestre, Doutor, Livre-Docente, Adjunto e Professor Titular pela Faculdade de Direito da USP, onde leciona nos Cursos de Graduação e Pós-Graduação – Professor do Corpo Permanente da Pós-Graduação *Stricto Sensu* da UNINOVE

– Desembargador Federal Presidente do TRF-3ª Região biênio 2012/2014 – Membro da Academia Paulista de Magistrados – Membro da Academia Paulista de Direito – Presidente da Comissão de Proteção ao Consumidor no âmbito do comércio eletrônico do Ministério da Justiça – Vice-Presidente do *Instituto Latinoamericano de Derecho Privado*.

PAULO HENRIQUE CABAN STERN MATTA – Estudante de Direito na Faculdade Nacional de Direito/UFRJ.

TOMAS SOUZA QUEIRÓS DE ALVARENGA – Graduação em Direito pela FGV Direito São Paulo

# Homenagens

## DISCURSO PROFERIDO NA REUNIÃO DA CONGREGAÇÃO DA FACULDADE DE DIREITO DA USP, EM 30.3.2017, POR OCASIÃO DA HOMENAGEM AOS 80 ANOS DO PROFESSOR FÁBIO KONDER COMPARATO

ALBERTO DO AMARAL JR.

**E**xmo. Diretor da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, prezados colegas, caríssimo professor emérito Fábio Konder Comparato.

Neste momento, Sr. Professor, queria falar-lhe *ex corde* como se fala aos amigos queridos. Em tempos de tormenta e vento esquivo, para invocar Camões, assim no mundo como no Brasil, esta Congregação reúne-se para homenagear um dos maiores professores da quase bicentenária Faculdade de Direito da USP. A origem etimológica da palavra “homenagem” designa retribuição de honra, agradecimento, tornar público com um ato de gratidão algum favor prestado por alguém. Neste sentido, desejamos, publicamente, exprimir nossa gratidão a quem dedicou à vida ao ensino, a enriquecer o espírito de incontáveis estudantes e a exaltar esta Escola com seu conhecimento e sabedoria.

Não tenho a intenção de esboçar os múltiplos perfis que compõem a figura de Fábio Konder Comparato, à semelhança do belo título do livro que homenageou Antonio Cândido. Restrinjo-me, com a devida modéstia, a salientar a figura do Professor, certamente uma de suas mais notáveis virtudes. A obra é o retrato mais fiel de um indivíduo, e é a

obra deste admirável Professor que pretendo sucintamente referir buscando entender a tessitura dos fios que lhe dão sentido.

Fábio Comparato sonhava, na juventude, em ser pianista quando, abruptamente, o descolamento da retina custou-lhe longos meses de tratamento e a perda de uma das vistas. Decidiu, então, ingressar na Faculdade de Direito, que em definitivo contribuiu para alterar os planos iniciais. Sua mãe leu-lhe, em viva voz, durante certo tempo, os livros que necessitava para o novo projeto. Doutor pela Universidade de Paris com uma brilhante tese sobre a teoria dualista da obrigação, voltou ao Brasil para empreender uma mudança copernicana no direito comercial.

Nessa época recebeu duas influências marcantes: Celso Furtado e Evandro Lins e Silva. O primeiro, ídolo de sua mocidade, infundiu-lhe o interesse pelo estudo dos problemas brasileiros, pelas imensas disparidades sociais e regionais, que clamavam por reformas na estrutura econômica do País. O segundo, Ministro do STF, cassado pela ditadura militar, propiciou-lhe, com a experiência judicial, o conhecimento necessário entre o *law in books* e o *law in action*. Começava, assim, a perceber a imensa distância que

separa a formalidade das instituições da crua realidade do cotidiano.

O pendor acadêmico viria a se manifestar quando prestou o concurso de ingresso ao Departamento de Direito Comercial. Ecoa, nesse período, Oswald de Andrade que disse, certa vez, sobre a Semana de Arte Moderna, que “era preciso desmanchar”. Urgia colocar o direito comercial de “cabeça para baixo”, como o próprio Fábio, anos mais tarde, expressamente reconheceu. E esta chama de modernidade e premonição ardeu nos *Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa* e ganhou incontornável ímpeto no *Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Nunca antes, entre nós, o tema do poder de controle na sociedade anônima recebera tão minucioso e profundo tratamento. A obra, um clássico no pensamento jurídico brasileiro, compreendeu a sístole e a diástole das grandes corporações, o modo como funcionam e os tentáculos que expandem em todas as direções. Publicaram-se depois, em volumes sucessivos, pareceres excepcionais, que avançam os limites do caso concreto para se tornarem lições memoráveis.

A transferência para o Departamento de Filosofia e Teoria Geral do Direito encorajou a pesquisa, convertida em obras relevantes, sobre novas áreas do conhecimento: a Ética, a dignidade humana e os direitos do homem. O reconhecimento internacional, iniciado na França, evidencia-se quando a Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra lhe outorgou o título de Doutor *Honoris Causa*. Movido pelo ideal que anima os grandes educadores, Fábio Comparato criou, de forma pioneira, o Programa de Pós-Graduação em Direitos Humanos, cuja influência se tem revelado decisiva na concessão de cotas a segmentos desfavorecidos e na formação de profissionais de reconhecida competência.

A retidão da conduta deve preceder o formalismo do culto. Por isso, avesso à grandiloquência das pompas vazias, Comparato jamais hesitou em condenar a hipocrisia das proclamações retóricas em favor dos direitos

humanos, que contrastam com a omissão dos fracos e a repugnante ação dos oportunistas. Defendeu, segundo Boaventura de Sousa Santos, que precisamos da igualdade quando a desigualdade nos inferioriza e da desigualdade quando a igualdade nos descaracteriza. A Escola de Governo, matriz para que inúmeras iniciativas similares imediatamente surgissem, reflete a urgência de renovação das lideranças políticas, estimulando-lhes a sensibilidade para as questões sociais.

A palavra “professor” remonta ao Latim e tem entre os seus significados o de professor. Fábio Konder Comparato professou o compromisso com a verdade e com a ideia de que o Direito não é uma técnica de controle social desvinculada da justiça. Nas tarefas de ensinar, de interpretar os textos legais e de definir o contorno de novas instituições para a vida brasileira o valor da justiça serviu-lhe tanto como guia de conduta como imperativo para a ação. Usou de invejável erudição para explicar o sentido e a função do direito comercial. Valeu-se do método socrático para instigar e ensinar os estudantes pondo em dúvida as certezas gastas e repetidas. Sempre teve a consciência, no campo do Direito, sobre o papel e o peso do argumento em uma discussão racional. Estava em harmonia com o dito de Montaigne de que: “Assim como o prato da balança pende necessariamente quando foi carregado, assim o espírito cede às coisas evidentes”.

Ao lembrar continuamente aos estudantes a relevância das Artes, da Música e da Literatura, além da Filosofia, pois afirmava que não se podia aprender Direito sem a leitura dos *Diálogos* de Platão, cumpria, na verdade, uma função imprescindível no mundo tecnológico que todos vivemos: despertar a vocação humanista, abrir o olho da alma, o *inner eye*, na feliz expressão de Martha Nussbaum. O amor ao Brasil e à cultura popular, à música caipira e ao futebol permitiu entremear as aulas com expressões saborosas: “Viva eu, viva tudo, viva o Chico barrigudo!”.



Comparato guarda distância da bajulação fácil e dos afagos aos “donos do poder”. Prefere, antes, estar ao lado dos fracos, dos pequeninos, dos injustiçados, dos deserdados do mundo, daqueles que padecem o frio do desespero e a agonia da humilhação. Sustenta o valor intrínseco da vida humana, causa do interesse pela prosperidade de todos os homens, da preocupação com a Arte e a Cultura,

com a sobrevivência das gerações futuras, das espécies animais e vegetais, de tudo quanto a Natureza, entendida como instância divina ou secular, produziu.

Para finalizar, cito Alberto Caeiro, heterônimo de Fernando Pessoa, para dizer que Fábio Konder Comparato, no alto dos seus 80 anos, nasce a cada dia para a novidade eterna do mundo.

# Homenagens

## A INFLUÊNCIA DA OBRA DO PROFESSOR FÁBIO KONDER COMPARATO NO DIREITO COMERCIAL BRASILEIRO<sup>1</sup>

CARLOS KLEIN ZANINI

*1ª frase: “A mão invisível que governaria os mercados seria cada vez mais invisível...”. 2ª frase: “A nova realidade do direito empresarial é a da prevalência do lucro sobre a produção. Hoje, é impossível tratar de grupos societários sem falar de multinacionalidade”. 3ª frase: “A função primordial do Direito é impor limites ao arbítrio”. 4ª frase: “O problema fundamental da economia moderna não é mais a titularidade da riqueza, mas o controle sobre ela”.*

Há exatamente 20 anos, em agosto/1997, o professor Comparato iniciava a última das disciplinas que ministraria no Programa de Pós-Graduação da USP sobre o Direito Comercial, intitulada “Grupo de Sociedades”, tendo ao seu lado o professor Calixto Salomão Filho.

Tive a sorte de ser seu aluno nessa disciplina. A Cadeira iniciou com mais de 30 alunos inscritos. Poucos chegaram até o final. Eu sobrevivi, e a concluí ao lado dos meus então colegas Satiro e Munhoz, hoje destacados Professores desta Casa, cujo invulgar brilho já se anunciava.

Gostaria de dizer que é uma honra estar aqui! Em primeiro lugar, sou sabedor de que não estou à altura do encargo. Sinto-me até mesmo deslocado ao me ver rodeado pelos mais destacados Professores desta Escola quase bicentenária, dos quais sinto-me sempre aluno.

O tema que me foi dado consiste em falar da influência do professor Comparato no

direito comercial brasileiro. E aqui vou cometer o primeiro deslize, para falar não apenas da influência da obra do professor Comparato no Direito Brasileiro, mas também do alcance que sua fecunda obra conquistou no exterior.

Falo da efusiva acolhida que teve sua tese de Doutorado, publicada na França em 1964, *Essai d'Analyse Dualiste de l'Obligation en Droit Privé*, pela prestigiosa Dalloz. As palavras de ninguém menos que André Tunc, proferidas há mais de 50 anos, prenunciavam a grandeza que viria a ser assumida pelo nosso personagem.

Sobre a pessoa e a obra de Comparato disse o grande Tunc (1964): “Elle révèle un juriste aux qualités si marquantes qu'on peut certainement lui prédire qu'il deviendra un grand juriste s'il ne laisse pas absorber par la pratique – ou si le destin ne l'appelle pas à servir son Pays dans des fonctions politiques où sa mission ne serait pas moindre, mais serait différente”.<sup>2</sup>

1. Notas da palestra proferida em agosto/2017 na Faculdade de Direito da USP no evento comemorativo dos 190 anos de sua fundação.

2. “[A obra] revela um jurista com qualidades tão marcantes que podemos certamente prever que se tornará um grande jurista caso não se deixe absorver

O professor Comparato, todos sabemos, deu ouvidos ao conselho sutil de Tunc: não se deixou absorver pela prática.

A dimensão do feito alcançado por Comparato pode ser medida pelo elogio que lhe foi endereçado por Tunc ao qualificar sua tese como tendo sido a obra capaz de preencher uma lacuna existente no Direito Francês: “En l’espèce, ce qui manquait au Droit Français c’était un ouvrage dont l’auteur aurait, par une recherche systématique, montré ce que l’analyse dualiste de l’obligation pouvait expliquer dans le droit positif français contemporain. C’est ce ouvrage qu’a écrit Fábio Konder Comparato”.<sup>3</sup>

Não se trata de um elogio qualquer. Estamos falando de elogio feito por um francês a um brasileiro... E não se trata de um francês qualquer, mas de André Tunc, que dá nome ao Instituto de Pesquisas Jurídicas da Sorbonne.

Arremata Tunc (1968): “Ainsi, un étudiant brésilien venu à Paris approfondir sa connaissance du Droit Français aura laissé à celui-ci, avant de partir, une contribution importante: une analyse de l’obligation en Droit Français plus poussée qu’aucune autre. Son travail lui fait grand honneur, comme il honore les universités brésiliennes qui l’ont formé”.<sup>4</sup>

É justa e merecida, portanto, a homenagem que se lhe presta na comemoração dos 190 anos desta Casa.

pela prática – ou se o destino não o convocar a servir seu País em funções políticas, quando sua missão não seria menos importante, mas seria diferente” (tradução livre).

3. “Nesse caso, o que faltava ao Direito Francês era uma obra onde o autor tivesse, por uma pesquisa sistemática, mostrado aquilo que a análise dualista da obrigação poderia explicar no direito positivo francês contemporâneo. É esta a obra que escreveu Fábio Konder Comparato” (tradução livre).

4. “Assim, um estudante brasileiro vindo a Paris para aprofundar seu conhecimento do Direito Francês lhe terá deixado, antes de partir, uma contribuição importante: uma análise da obrigação no Direito Francês mais aprofundada que nenhuma outra. Seu trabalho lhe presta enorme honra, assim como honra as universidades brasileiras que o formaram” (tradução livre).

Mas devo voltar ao tema: a influência do professor Comparato no direito comercial brasileiro. A receita básica, nesses casos, seria falar de sua obra.

Há professores, todos sabemos, que, para nossa infelicidade, escreveram pouco. Há outros cuja dimensão da obra escrita excede em muito o que efetivamente têm a dizer... O que lamentavelmente é incentivado hoje no Brasil por meio de um controle quantitativo, mas não qualitativo, do que se escreve. Conta mais o número de artigos publicados do que efetivamente a qualidade do que se escreve. Para saciar os *rankings* do Governo e merecer o beneplácito das agências de pesquisa, disputando seus poucos recursos, abundam os textos jurídicos vazios de conteúdo ou, mesmo, “requentados”. Importamos a máxima *publish or perish* (“publique ou pereça”) sem nenhum recato. Aliás, teria sido melhor importar o recato com que usualmente se comportam os juizes da Suprema Corte norte-americana.

No caso do professor Comparato, para regozijo de todos os *estudantes e estudiosos* do direito comercial, aos quais falou Vivante noutro célebre “Prefácio”, nada disso ocorreu. Sua obra é profícua, profunda e sagaz. Até mesmo por isso, a missão que me foi dada pelo professor Erasmo é impossível: falar da influência do professor Comparato no direito comercial brasileiro em apenas 30 minutos.

Para evidenciar essa impossibilidade basta notar que a consulta ao catálogo da Biblioteca da Faculdade de Direito da USP feita tendo Comparato como autor aponta 473 entradas. Como resumir, em 30 minutos, uma obra tão vasta?

Convencido dessa impossibilidade, optei por um caminho inusitado. Reli minhas anotações, feitas há 20 anos, no caderno da última disciplina de Direito Comercial ministrada na Pós-Graduação pelo professor Comparato, na companhia do professor Calixto, por quem já àquele tempo manifestava abertamente elevado respeito intelectual.

Revi também o material cuidadosamente preparado e distribuído pelo professor Comparato em cada uma daquelas aulas. E, neste clima de nostalgia e saudade, busquei separar, dentre essas notas de aula, algumas frases marcantes que nos foram brindadas pela genialidade do professor Comparato.

O que eu lhes proponho hoje, muito modestamente, é um convite para percorrermos juntos algumas daquelas aulas da disciplina sobre “Grupos de Sociedades”, reveladoras da visão aguda do professor Comparato sobre temas capitais do direito societário. E que, 20 anos depois, como sói ocorrer com os clássicos, conservam sua atualidade.

**1ª frase: “A mão invisível que governaria os mercados seria cada vez mais invisível...”**

Ensinou-nos o professor Comparato:

“A ideologia capitalista, construída a partir do final do século XVII com Hobbes e desenvolvida no século XVIII com Adam Smith, sustenta que, se cada qual cuidar racionalmente de realizar o seu próprio interesse, uma ‘mão invisível’ acabaria por engendrar o bem comum.”

De fato, o tempo, senhor da razão, se encarregou de mostrar que efetivamente a tal mão invisível seria cada vez mais invisível.

O terreno mais fértil para uma demonstração seria o do direito da concorrência, mas não faltam exemplos dentro do direito societário.

Para falar de um deles, cita-se a remuneração dos administradores. Como se sabe, o tema da remuneração dos administradores tem atraído amplo debate acadêmico, e vem se constituindo em verdadeiro cavalo de batalha de importantes publicações, dentre as quais destaca-se a *The Economist*.

A crítica seguramente se agudizou pelo fato de a remuneração dos administradores nos Estados Unidos da América ter atingido níveis estratosféricos. Coincidentemente, o fenômeno se intensificou na medida em que se acentuou o controle gerencial. Para que se tenha uma ideia, em 2015 a remuneração média

de um CEO de uma companhia integrante do S&P 500 passou a ser de 10 milhões de Dólares ao ano. Nos últimos 10 anos, o aumento foi de 10 vezes! Digno de nota, também, que a relação entre a remuneração do CEO de uma companhia listada e a média de seus funcionários atingiu a proporção de 335 para 1.

Seria a tal mão invisível capaz de promover uma autorregulação eficiente, justa e adequada, da remuneração paga aos administradores das sociedades?

Lucian Bebchuk (2016), festejado Professor de Harvard, manifestou seu ceticismo quanto à efetividade da autorregulação da remuneração paga aos administradores. Quando confrontado com o argumento de que os desvios no tema da remuneração dos administradores seriam marginais, limitados e transitórios, enfim, secundários, anotou: “I think they are first order, and that the self-correcting mechanisms of the market cannot be relied on”.<sup>5</sup>

O tema, todos sabemos, é propício ao debate. E o debate é antigo. Mas o problema recrudescer na medida em que cresce o controle gerencial. Alguns sustentam que a definição da remuneração dos executivos é um jogo de cartas marcadas, no qual o Conselho de Administração, recheado de *insiders*, privilegia uma espécie de *inner circle*, habitado por conhecidos e amigos. Outros defendem que o mercado estabelece a remuneração de modo adequado, na medida em que as companhias competem pelos melhores executivos. Afinal, a melhor remuneração seria necessária para atrair os maiores talentos.

Em 29.4.2016 a remuneração básica de EUR 6 milhões do Diretor-Presidente (CEO) da Renault foi rechaçada pela maioria dos acionistas presentes na Assembleia-Geral. Não obstante, como o voto era opinativo, não vinculante, tal remuneração foi mantida.

As coisas mudaram, e a Lei Sapin II na França agora reconhece aos acionistas o

5. “Creio que são prioritários, e que os mecanismos autocorretivos do mercado não são dignos de crédito” (*The Economist*, edição de 25.6.2016).

direito de votar na remuneração dos executivos. Seria este um sinal de novos tempos? A reconhecer o acerto da assertiva do professor Comparato de que efetivamente não se pode confiar nesta mão invisível?

**2ª frase: “A nova realidade do direito empresarial é a da prevalência do lucro sobre a produção. Hoje, é impossível tratar de grupos societários sem falar de multinacionalidade”.**

A aguçada percepção da evolução histórica é marcante na obra do professor Comparato, traço característico comum aos grandes autores. Afinal, como bem disse o magistral Juiz da Suprema Corte norte-americana Oliver Holmes (1991, p. 37): “The history of what the Law has been is necessary to the knowledge of what the law is”.<sup>6</sup>

Em sua obra seminal, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Comparato colocou a evolução do direito comercial em perspectiva, ao divisar as três fases, marcadas por distintos momentos da realidade das empresas: a da empresa individual, a da empresa societária e a dos grupos de empresas.

A migração para o mundo digital talvez agora nos apresente novas questões. As tecnologias chamadas disruptivas nos apresentam problemas novos. Veja-se o conflito entre o Uber e os motoristas de táxi. Entre o Airbnb e as Prefeituras de Nova York e Londres. Mas em todos esses conflitos, ainda que se apresentem com nova plumagem, subjaz o tema tratado com maestria pelo professor Comparato: o do poder da/na sociedade anônima.

A propósito, o termo “disruptivo” não deveria assombrar os comercialistas. Pelo contrário. Como mostram os grandes comercialistas historiadores, Goldschmidt,

6. “A história do que o Direito tem sido é necessária para o conhecimento do que o Direito atualmente é” (tradução livre).

Rehme, Braudel e, mesmo, Ascarelli, o direito comercial sempre trouxe consigo o gene da inovação.

Afinal, o que poderia ser mais inovador do que desafiar as próprias leis naturais, como a superação do brocardo latino *Nemo plus iuris transferret potest quam ipse habet* (“Ninguém pode transferir mais direitos do que possui”), para lançar as bases da teoria geral dos títulos de crédito?

**3ª frase: “A função primordial do Direito é impor limites ao arbítrio”.**

O caráter inovador do direito comercial manifesta-se na dissociação entre propriedade e controle. Trata-se do rompimento de um dogma clássico do direito privado: o de que o controle de uma coisa pertence ao seu dono. O tema da dissociação entre propriedade e controle, eixo central da magistral e mais influente obra de Comparato, não se cansa de apresentar novos problemas.

Na medida em que o centro do poder na companhia se desloca da figura do acionista para a dos administradores, é preciso lidar com essa nova realidade e a problemática que lhe é própria. Com esse novo poder dos administradores vem o arbítrio. E a necessidade de o Direito, atento à sua função primordial, impor-lhe limites. Como vaticinava o poeta Juvenal, citado por Comparato: *Sed quis custodiet et ipsos custodes?*.

Para nós, comercialistas, como controlar o controlador? Em especial a partir do momento em que, na modalidade de controle gerencial, se introduz uma perigosa coincidência entre administrador e controlador.

**4ª frase: “O problema fundamental da economia moderna não é mais a titularidade da riqueza, mas o controle sobre ela”.**

Lecionava o professor Comparato: “A grande novidade trazida pela sociedade acio-

nária foi a possibilidade de concentrar o poder econômico, desvinculando-o da propriedade dos capitais e da responsabilidade pessoal; de organizar tanto a macroempresa quanto a exploração unipessoal; de ensinar o exercício da atividade empresária pelo Estado, em concorrência com os particulares”.

Como nos ensinava já há 20 anos o professor Comparato, a nova realidade da dissociação entre controle e titularidade colocou na mesa situações absolutamente inusitadas, como a do controle externo: “O poder de controle é também o poder de fato, exercido *ab extra* sobre os administradores de uma pessoa jurídica privada, ou sobre os que detêm oficialmente o poder político”.

Comparato demonstrou que a Lei brasileira de Sociedades por Ações já antevia essa nova realidade a partir do disposto no parágrafo único do art. 249:

“Art. 249. A companhia aberta que tiver mais de 30% (trinta por cento) do valor do seu patrimônio líquido representado por investimentos em sociedades controladas deverá elaborar e divulgar, juntamente com suas demonstrações financeiras, demonstrações consolidadas nos termos do art. 250.

“Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre as sociedades cujas demonstrações devam ser abrangidas na consolidação, e: a) *determinar a inclusão de sociedades que, embora não controladas, sejam financeira ou administrativamente dependentes da companhia*; b) autorizar, em casos especiais, a exclusão de uma ou mais sociedades controladas” (grifos nossos).

Também a Lei de Intervenção e Liquidação Extrajudicial contemplava a possibilidade de um controle externo:

“Art. 51. Com o objetivo de preservar os interesses da poupança popular e a integridade do acervo das entidades submetidas a intervenção ou a liquidação extrajudicial o Banco Central do Brasil poderá estabelecer idêntico regime para as pessoas jurídicas *que com elas tenham integração de atividade ou vínculo de interesse*, ficando os seus administradores sujeitos aos preceitos desta Lei.

“Parágrafo único. Verifica-se integração de atividade ou vínculo de interesse quando as pessoas jurídicas referidas neste artigo forem devedoras da sociedade sob intervenção ou submetida a liquidação extrajudicial, ou quando seus sócios ou acionistas participarem do capital desta [com] importância superior a 10% (dez por cento) ou seja[m] cônjuges, ou parentes até o segundo grau, consanguíneos ou afins, de seus diretores ou membros dos conselhos, consultivo, administrativo, fiscal ou semelhantes” (grifos nossos).

Notem, Srs., que estamos falando de leis da década de 1970! Mudam os tempos, mudam as formas, mas permanecem atuais as lições de Comparato.

Atualmente, no bojo da grave crise que assola as empresas brasileiras, inovou-se. Empresas em dificuldades estão hoje sob o controle de instituições financeiras credoras.

Recentemente chamou-me a atenção o caso de uma grande exportadora que, em apuros financeiros, se viu obrigada, sob pena de ter sua falência decretada, a fazer eleger administradores indicados pelos bancos. E mais, foi ainda obrigada a suportar os custos dos advogados indicados pelas instituições financeiras para representá-las. Estupefato, fui consultar com um amigo advogado experiente na lida de empresas em crise que me disse ser algo normal e corriqueiro.

Pois bem, a primeira providência implementada por esta junta jurídico-financeira designada pela banca privada foi a de determinar o fechamento de duas fábricas, com a demissão de centenas de pessoas. Afinal, era preciso rapidamente pagar os credores, a quem os administradores eleitos deviam vassalagem...

Estamos diante de uma nova modalidade de controle. Já não é mais apenas um controle externo. Eu diria que é um controle indecente, espúrio, o qual entra em cena acompanhado de circunstâncias inusitadas, que deveriam, inclusive, merecer atenção de parte da OAB, na medida em que colocam em xeque a autonomia e a independência do exercício da Advocacia.

Como disse, poderíamos falar mais, mas não há tempo. Convém encaminhar as conclusões.

Não por acaso, vê-se que Comparato debruçou-se com particular atenção sobre as grandes contribuições ofertadas pelo direito comercial ao direito privado, como referido por Ascarelli: o seguro (por meio de sua obra *O Seguro de Crédito*), os títulos de crédito e as sociedades anônimas (no indispensável *Poder de Controle*).

Mas, no caso do professor Comparato, até mesmo seu relativo silêncio tardio sobre a matéria comercial é revelador. E me faz lembrar aquela cena de *Cinema Paradiso* em que o projetorista Alfredo, interpretado pelo grande Philippe Noiret, calado, após o incêndio do cinema, questionado pelo menino Toto sobre o porquê de seu silêncio, assevera: “Há um momento na vida em que falar ou não falar já não faz nenhuma diferença”.

É compreensível que alguns, entre os quais me insiro, lamentem um certo abandono do direito comercial pelo professor Comparato em seus últimos escritos. Mas também é compreensível o seu silêncio.

Creio que não exagero ao dizer que Comparato disse tudo o que havia a ser dito, ao seu tempo, de relevante sobre o direito comercial. E talvez o seu silêncio tardio seja, em boa medida, expressão de um certo desalento pelo rumo das coisas.

Ele que dizia, em mais uma de suas frases anotada neste tão querido caderno: “Não existe capitalismo sem o poder do Estado”. O que diria diante dos descalabros revelados diuturnamente dando conta da promiscuidade existente entre o mundo empresarial, a esfera política e o patrimônio público? Neste longo inverno da *Republica...* as árvores da decência, da retidão e da integridade encontram-se totalmente desfolhadas.

Que miserável condição é essa em que nos resta celebrar a delação premiada!

Mas não basta falar da obra. É preciso falar da pessoa. Como qualificá-lo?

Se me fosse dado fazê-lo em três palavras, diria: Reto. Austero. Brillante. Reto, porque nunca se dobrou. Austero, pelo seu conhecido rigor. Brillante, porque com genialidade iluminou o direito comercial brasileiro com uma luz firme e forte.

Apesar de ter se interessado por outros temas e andado por outras paragens, deixando a nós, comercialistas, meio órfãos, creio que o professor Comparato registrou a explicação do porquê assim o fez. Nas palavras finais de seu tocante discurso, a que assisti aqui, no Salão Nobre, quando recebeu o título de Professor Emérito das Arcadas, Comparato se referia ao povo brasileiro como tendo caído nas mãos de assaltantes, que o maltrataram, deixando-o inconsciente à beira da estrada. Por ali passaram, no correr dos séculos, altas personalidades, inclusive professores de Direito. Eles viram o estado lastimável da vítima, mas não se detiveram para socorrê-la.

Pois Comparato se deteve.

Tal como no verso de Tobias Barreto, estampado no monumento das Arcadas, o professor Comparato deixou a folha do direito comercial dobrada, e foi em socorro do povo brasileiro.

É o meu sentimento.

Arrisco dizer que esta é a explicação pela qual sua obra no âmbito do direito comercial não é ainda mais vasta. Mas pergunto: que autoridade teríamos nós para esboçar a menor reclamação, diante da nobreza de seus propósitos?

É conhecida, e plena de autoridade, a frase de Albert Schweitzer, o notável médico alemão, agraciado com o Prêmio Nobel da Paz em 1952, que deixou o conforto da Alsácia para inaugurar um hospital no Gabão: “O exemplo não é a melhor forma de ensinar, é a única forma”.

Comparato ensina-nos pela sua obra. A obra é imortal. Mas que força tem o seu exemplo! E que privilégio tiveram os que privaram de seu convívio!

As palavras com as quais Comparato encerrou aquele discurso, ao receber o título de Professor Emérito, ressoam como um grave chamamento: “Minha ardente esperança é não deixar esta vida antes de ver a nossa juventude, em especial a valorosa mocidade das Arcadas, tal como o bom samaritano da parábola evangélica, vir em socorro do povo brasileiro. Que ela o ajude a pôr-se de pé, a

fim de que possa, juntamente com os demais povos irmãos, construir um mundo novo, fundado na Verdade, na Justiça e no Amor”.

Pela sua obra e pelo seu exemplo, não há dúvida de que o professor Comparato integra o panteão dos notáveis Mestres cujos olhares espreitam a mocidade das Arcadas.

Que essa mocidade não lhes falte!

Obrigado!



# Doutrina & Atualidades

## O PAPEL DO ADMINISTRADOR JUDICIAL NA LEI BRASILEIRA (LEI 11.101/2005)<sup>1</sup>

NEWTON DE LUCCA

*1. Considerações iniciais e agradecimentos. 2. Breve nota introdutória sobre o administrador judicial no Direito Brasileiro e no Francês. 3. Estrutura e função dos institutos jurídicos. 4. Conceito e função do administrador judicial. 5. Competência do administrador judicial na recuperação judicial e na falência. 6. Conceito e função do Comitê de Credores. 7. Responsabilidade do administrador judicial e dos membros do Comitê de Credores.*

### **1. Considerações iniciais e agradecimentos**

Seja-me permitido, em primeiro lugar, manifestar minha mais sincera gratidão por estar aqui, nas dependências desta secular Universidade, na presença de tão renomados Professores franceses, alemães e brasileiros. Não posso deixar de registrar, a propósito, meus profundos agradecimentos aos eminentes professores William Gilles, Diretor da Cadeira das Américas desta Universidade Paris I, Panthéon-Sorbonne, e Daniel Carnio Costa, responsáveis por tão amável convite.

Antes de iniciar esta pálida e canhestra exposição, não posso deixar passar em branco esta oportunidade para expressar, publicamente, meu reconhecimento à doutrina jurídica francesa, pela extraordinária contribuição que deu ao meu País no desenvolvimento da nossa chamada *duplicata*

*escritural*, irmã siamesa da *lettre de change-rélevé* francesa, na qual evidentemente me inspirei para a elaboração, num passado já bastante distante, da minha tese de Doutorado intitulada *A Cambial-Extrato*.

Como se já não fosse enorme a influência da exuberante literatura francesa na brasileira, bastando serem lembrados os nomes de Baudelaire, de Verlaine e de Rimbaud – para ficarmos apenas em três exemplos –, há que se destacar, igualmente, a preciosa contribuição francesa no Direito Brasileiro, em seus mais diferentes ramos, e muito especialmente no âmbito do direito comercial.

Feito tal registro, decorrente de uma espécie de dever moral de minha parte, passo ao nosso tema de hoje, pedindo escusas pelas impropriedades que irei cometer por tentar me exprimir – mais com o coração do que pela razão – na maravilhosa língua de Valéry, de Victor Hugo, de Flaubert, de Anatole France, de Sartre e de tantos outros nomes que iluminaram o deslumbrante firmamento da literatura francesa e mundial...

1. Texto básico da palestra feita, originalmente em Francês, na Sorbonne, em Paris, no dia 15.11.2016.

## 2. Breve nota introdutória sobre o administrador judicial no Direito Brasileiro e no Francês

Principio, então, com breve nota introdutória sobre o administrador judicial no Direito Brasileiro e no Francês, assinalando, antes de tudo, a evolução cíclica do direito falimentar, tanto no Brasil quanto na França – pioneira no mundo em matéria de reforma desse ramo do Direito –, com modificações assinaláveis em curto período de tempo, conforme pode ser verificado, no caso francês, pelas magistras considerações do jurista Roger Houin a respeito da matéria:

“Cette évolution cyclique du droit de la faillite, avec les modifications profondes que lui sont apportées tous les 20 ans, et la succession de 5 régimes en 50 ans, ne sont évidemment pas satisfaisants alors qu’on sait qu’il faut une vingtaine d’années pour qu’une loi importante entre les moeurs et que son interprétation soit donnée par la Cour de Cassation. L’incertitude du Droit qui en résulte risque de contrebalancer les effets heureux que l’on entend tirer de la réforme”.<sup>2</sup>

Desnecessário observar, talvez, que o instituto da recuperação judicial no Brasil – muito mais recente do que o *redressement* francês, datando de 2005 a edição da nossa atual Lei 11.101, de 9 de fevereiro – se acha menos elaborado do que ocorre na legislação francesa, não prevendo os quatro tipos de procedimento, tal como acontece aqui.

Com efeito, como ensina André Jacquemont:

“Coexistent désormais quatre procédures-types dont une amiable (c’est-à-dire recherchant le redressement par un accord entre le débiteur et son créancier) mais pas nécessairement préventive, les trois autres étant judiciaires, dont une préventive à l’initiative du débiteur lui-même.

“Ainsi, à côté de la procédure de conciliation, héritière parée de nouvelles vertus de l’ancien règlement amiable (traitement amiable qui n’était que préventif) et qui, pour simplifier, peut être ouverte même après la cessation de paiements (mais un délai très court). Le débiteur, en difficulté mais sans être en cessation de paiements, peut demander l’ouverture d’une procédure de sauvegarde, pour se mettre sous la protection de la Justice. Cette procédure présent en effet pour lui l’avantage:

“– dès son ouverture d’imposer l’arrêt de leurs poursuites à ses créanciers;

“– de lui permettre de rester à la tête de son entreprise et d’échapper à toute sanction pécuniaire ou professionnelle en cas de succès du plan de sauvegarde;

“– de conserver sa rémunération;

“– et en cas d’adoption d’un plan de sauvegarde, de bénéficier, lui-même et sa famille, des dispositions favorables de ce plan même en cas de qualité de caution.

“Son redressement passe alors par l’adoption d’un plan, si possible en accord avec ses créanciers (regroupés le cas échéant en comités) si l’entreprise est importante, ou à défaut par le tribunal.”<sup>3</sup>

Há notórias semelhanças entre o papel do administrador judicial no Direito Brasileiro e no Direito Francês, podendo ser destacadas, exemplificativamente, as seguintes. Em primeiro lugar, em ambas as legislações o administrador judicial tem por missão básica assegurar a gestão da empresa em recuperação, fiscalizando o cumprimento do plano de soerguimento da recuperanda. Em segundo lugar, tanto na França quanto no Brasil pode o administrador judicial ser pessoa jurídica, inovação trazida pela lei brasileira de 2005.

Por outro lado, é certo que existem algumas diferenças no que toca à qualificação exigida para o administrador pessoa física, conforme poderá ser visto a partir do cotejo dos textos legislativos dos dois Países.

2. Roger Houin, “Les innovations de la Loi sur le Redressement Judiciaire des Entreprises”, *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique*, Número Especial, Paris, Sirey, 1986, p. 10.

3. André Jacquemont, *Droit des Entreprises en Difficulté*, Paris, LexisNexis AS, 2013.

Veja-se, a propósito, a disposição constante do art. L. 811-1 (Mod., L. n. 2003-7, 3 janv. 2003; L. n. 2005-845, 26 juill. 2005; Ord. n. 2008-1345, 18 déc. 2008), *in verbis*:

“Les administrateurs judiciaires sont les mandataires, personnes physiques ou morales, chargés par décision de justice d’administrer les biens d’autrui ou d’exercer des fonctions d’assistance dans la gestion de ces biens.

“Les tâches que comporte l’exécution de leur mandat leur incombent personnellement. Ils peuvent toutefois, lorsque le bon déroulement de la procédure le requiert et sur autorisation motivée du président du tribunal, confier sous leur responsabilité à des tiers une partie de ces tâches.

“Lorsque les administrateurs judiciaires confient à des tiers des tâches qui relèvent de la mission qui leur a confiée le tribunal, ils les rétribuent sur la rémunération qu’ils perçoivent.”

Tal como ocorreu na França, a profissão do administrador judicial no Brasil vem a ser o sucedâneo da antiga profissão do síndico. Aqui na França, como se sabe, ela foi criada pela Lei 85-99, de 25.1.1985, e profundamente reformulada pela Lei 2003-7, de 3.1.2003, de natureza bem mais rigorosa.

Como já assinalado há pouco, em ambas as legislações o administrador judicial tem por missão básica assegurar a gestão da empresa em recuperação, fiscalizando, fundamentalmente, o cumprimento do plano de soerguimento da recuperanda. Igualmente, ele levanta os balanços patrimonial, social e ambiental da empresa.

Segundo pude colher nos comentários à legislação francesa,<sup>4</sup> a Lei de 3.1.2003 exige que o administrador, em princípio, execute pessoalmente suas atribuições. Pode ele, porém, terceirizar uma parte dessas suas funções, desde que o faça sob uma dupla condição: obter uma autorização do presiden-

te do tribunal e assumir a responsabilidade pelos atos assim praticados. Por outro lado, os pagamentos feitos aos terceirizados são considerados como se fossem feitos ao próprio administrador judicial.

No que concerne ao regime jurídico da responsabilidade, os administradores judiciais respondem por todos os atos culposos por eles praticados durante o exercício de suas funções, sob o fundamento da responsabilidade delitual ou quase delitual, de acordo com os arts. 1.382 e 1.383 do CC francês.

Desnecessário sublinhar, neste momento, a exuberância e a riqueza da jurisprudência francesa a propósito das ações de responsabilidade civil do administrador judicial, no tocante a ser ela decorrente de uma obrigação de meio, e não de resultado, de continuação ou não de contratos, de falta de pagamento de dívidas, de reserva de propriedade, do plano de recuperação, da responsabilidade penal etc.

Veja-se, agora, o que dispõe a lei brasileira. Reza o art. 21 que o administrador judicial deverá ser “profissional idôneo, *preferencialmente* advogado, economista, administrador de empresas ou contador, ou *pessoa jurídica especializada*” (grifos nossos). Quando o administrador judicial for pessoa jurídica especializada, deverá ser declarado no termo de compromisso, conforme dispõe o art. 33, o nome do profissional responsável pela condução do processo de falência ou de recuperação judicial, com a restrição, ainda, de que sua substituição somente ocorrerá com autorização do juiz.

Ver-se-ão, pouco mais adiante – e com maior grau de pormenorização –, outras semelhanças e diferenças entre os nossos dois sistemas.

### 3. Estrutura e função dos institutos jurídicos

Estudar a função de qualquer instituto jurídico ou de qualquer ramo do conheci-

4. Corinne Saint-Alary Houin, *Code des Entreprises en Difficulté (Commenté sous la Direction de)*, Paris, LexisNexis, julho/2012, pp. 599-600.

mento humano – notadamente após as contribuições de Tullio Ascarelli e de Norberto Bobbio – passou a ser uma espécie de ideário metodológico de todo pesquisador cômico da cientificidade de sua tarefa.

Como já ensinou, entre nós, com extrema propriedade, o eminente professor Fábio Konder Comparato:

“Essa consideração biangular dos institutos jurídicos, que já passou em julgado como o melhor método de exposição do Direito, só alcança porém sua plena virtualidade quando se percebe que não se trata de uma antinomia, mas de ideias complementares. A estrutura de qualquer norma ou instituto jurídico deve ser interpretada em vista das funções, próprias ou impróprias, do conjunto de seus elementos ou disposições: e toda função é limitada pela estrutura do conjunto”.<sup>5</sup>

Também Mário Losano assinalou:

“Aceitar a função como elemento essencial do Direito não implica, contudo, a rejeição de uma visão estrutural do Direito. Trata-se não de um repúdio, mas sim de um complemento: a explicação estrutural do Direito conserva intacta a sua força heurística, mas deve ser completada com uma explicação funcional do Direito, ausente em Kelsen porque este último seguira com rigor a escolha metodológica de concentrar-se no aspecto estrutural do Direito, e não no aspecto funcional. As duas visões do Direito são, para Bobbio, complementares, mas bem distintas: ‘Não creio que exista necessidade de insistir no nexo estreitíssimo entre teoria estrutural do Direito e ponto de vista jurídico, por um lado, e teoria funcional do Direito e ponto de vista sociológico, por outro: basta pensar na expulsão do ponto de vista sociológico na Teoria Pura do Direito de Kelsen’. A formulação está ainda mais clara no ‘Prefácio’ à edição colombiana da sua *Teoría General del Derecho*: ‘Os elementos desse universo (do Direito) iluminados pela análise estrutural são diversos daqueles que podem exsurgir da análise funcional. Os dois pontos de vista não apenas são

perfeitamente compatíveis, mas também se integram reciprocamente e de modo sempre útil’. O percurso teórico de Bobbio vinha, assim, convergir com o percurso do amigo Renato Treves, que exatamente naqueles anos estava introduzindo a Sociologia do Direito na Itália”.<sup>6</sup>

#### 4. Conceito e função do administrador judicial

Decretada a falência, incumbe ao juiz nomear um administrador judicial, que assumirá atribuições administrativas na condução do processo, arrecadará o ativo e liquidará o passivo. A nova figura desse administrador – em comparação ao antigo síndico, na falência, e ao antigo comissário, na concordata – é bastante diversa.

Pela nossa lei anterior<sup>7</sup> o síndico era nomeado pelo juiz entre os maiores credores do falido, o mesmo ocorrendo em relação ao comissário na concordata.<sup>8</sup> Não se escolhia, portanto, quem representasse os interesses da empresa, concebida sob os diferentes perfis, tão bem-postos em relevo, no passado, por Alberto Asquini. Daí por que terá sido muito bem saudada pela mais autorizada doutrina brasileira a inovação trazida pela lei atual no sentido da profissionalização do administrador judicial em contraposição às antigas figuras, não profissionais, do síndico, na falência, e do comissário, na concordata.

6. Mário Losano, “O pensamento de Norberto Bobbio, do Positivismo Jurídico à função do Direito”. Prefácio à edição brasileira da obra de Bobbio, *Da Estrutura à Função: Novos Estudos de Teoria do Direito*, p. XLI.

7. Decreto-lei 7.661/1945.

8. Sobre essa anterior figura do síndico já escrevia Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, antes da nova lei (*RDM* 122/171): “Do síndico depende, por isso, em grande parte, o bom ou mau resultado da falência. Um síndico diligente irá trazer, para a massa, bens e recursos que um negligente sequer pensará que possam existir. Saberá fazer ilações, descobrir fatos que se supunham poder ficar ignorados, ganhar causas que a omissão poderia conduzir ao fracasso etc.”.

5. Fábio Konder Comparato, *Direito Empresarial: a Reforma da Empresa*, São Paulo, Saraiva, p. 4.

Veja-se o seguinte comentário ao art. 21 da Lei 11.101/2005:

“Não mais se justificavam, nos dias de hoje, revelando-se totalmente anacrônicas, as disposições do art. 60 do Decreto-lei 7.661/1945, de acordo com as quais o síndico e o comissário deveriam ser nomeados dentre os maiores credores da falência ou concordata, possuir domicílio na mesma comarca onde se processava o processo de falência ou concordata e não ter sido nomeados para a função em outro processo nos últimos seis meses, em razão do desenvolvimento dos meios de transporte, aumento da malha viária e de avanços tecnológicos, tais como a Internet, que permitem a transmissão, acompanhamento e comunicação instantâneos à distância, e, mais importante de tudo, por não se poder obrigar o magistrado a trabalhar com profissional no qual não confie, seja ele ou não o maior credor no processo de falência ou concordata.

“Certo é que já na vigência do anterior diploma falimentar – Decreto-lei 7.661/1945 – em desuso estavam essas normas, alteradas que tinham sido por construção pretoriana que consolidara o entendimento no sentido de serem o síndico e o comissário cargos de confiança do juízo, que não estava obrigado a nomear para o exercício da função o maior credor, podendo, com vistas ao bom andamento do processo, nomear para a função um profissional competente, de sua confiança, com experiência na condução de processos de falência e concordata e idoneidade moral e financeira.”<sup>9</sup>

Na falência, como o falido fica afastado da administração de seus bens, cabe ao administrador representar a massa falida do devedor. As atribuições gerais do administrador judicial acham-se descritas no art. 22, *caput* e inciso I, da lei, enquanto suas atribuições específicas estão previstas no art. 22, III, da mesma lei.

9. Alfredo Luiz Kulgelmas e Gustavo Henrique Sauer de Arruda Pinto, “Administrador judicial na recuperação judicial: aspectos práticos”, in Newton De Lucca e Alessandra de Azevedo Domingues (coords.), *Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos*, São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 197-233 – especialmente, no trecho citado, p. 199.

O administrador judicial é nomeado no momento da decretação da falência (art. 99, IX) ou no despacho que deferir o processamento da recuperação judicial (art. 52, I).

Vejamos, agora, quem pode ser administrador judicial, segundo a lei brasileira. Reza a lei, em seu art. 21, que o administrador judicial deverá ser “profissional idôneo, preferencialmente advogado, economista, administrador de empresas ou contador, ou *pessoa jurídica especializada*” (grifos nossos).

Quando o administrador judicial for pessoa jurídica especializada, deverá ser declarado no termo de compromisso de que trata o art. 33 desta lei o nome do profissional responsável pela condução do processo de falência ou de recuperação judicial, com a restrição, ainda, de que sua substituição somente ocorrerá com autorização do juiz.

No caso francês, a lista dos administradores judiciais é determinada pela Comissão Nacional instituída pelo artigo L. 811-2, *in verbis*:

“Art. 811-2 – Le magistrat du Parquet, commissaire du Gouvernement auprès de la Commission Nationale d’Inscription et de Discipline des Administrateurs Judiciaires, et son suppléant sont désignés par le garde des Sceaux, ministre de la Justice.

“Le mandat du président et des membres de la Commission prend effet à la date de la première réunion qui suit leur désignation. Pour cette première réunion, la Commission se réunit sur convocation de son secrétaire.

“Lorsqu’un membre est définitivement empêché en cours de mandat, il est procédé à son remplacement. Les fonctions du nouveau membre expirent à la date à laquelle auraient cessé celles du membre qu’il remplace.

“Le secrétariat de la Commission est assuré par un fonctionnaire du Ministère de la Justice.”

Também indispensável é a leitura do art. R. 811-3, que trata da organização da eleição dos administradores judiciais e de

seus suplentes feita pelo Conselho Nacional dos Administradores Judiciais e dos Mandatários Judiciais:

“Art. R. 811-3 – L’élection des administrateurs judiciaires et de leurs suppléants, membres de la Commission Nationale, est organisée par le Conseil National des Administrateurs Judiciaires et des Mandataires Judiciaires. Elle a lieu au scrutin majoritaire plurinominal à un tour.

“Ne peuvent prendre part aux opérations électorales les administrateurs judiciaires qui, depuis la date à laquelle a été arrêté la liste, ont fait l’objet d’une suspension provisoire, d’une interdiction temporaire, d’une radiation ou d’un retrait de la liste.

“L’électeur vote pour trois candidats titulaires et leurs suppléants. Il barre sur le bulletin qui lui a été adressé le nom de ceux qu’il ne retient pas. Les bulletins sont valables même s’ils portent moins de noms qu’il y a de membres à élire. Lorsque les bulletins comportent plus de noms qu’il y a de membres à élire, seuls sont comptés les trois premiers noms inscrits, dans l’ordre de préférence indiqué par l’électeur. Tout bulletin surchargé est nul.

“Sont élus les trois candidats titulaires et leurs suppléants qui ont obtenu le plus grand nombre de voix. En cas d’égalité des voix, le plus âgé des candidats titulaires l’emporte.”

Passemos, agora, aos impedimentos existentes na lei brasileira, isto é, quais são aquelas pessoas que não podem ser nomeadas para o cargo de administrador judicial. Não podem sê-lo quem: (a) nos últimos cinco anos, no exercício do cargo de administrador judicial ou de membro do comitê em falência ou recuperação judicial anterior, foi destituído, deixou de prestar contas dentro dos prazos legais ou teve a prestação de contas desaprovada; (b) tiver relação de parentesco ou afinidade até o terceiro grau com o devedor, seus administradores, controladores ou representantes legais ou deles for amigo, inimigo ou dependente.

Na França os impedimentos são ainda mais pormenorizados nas disposições legais,

conforme está estabelecido no longo e minucioso art. R. 811-7, do teor seguinte:

“Art. R. 811-7 – Ne peuvent être admises à se présenter à l’examen d’accès au stage professionnel prévu à l’art. L. 811-5 que les personnes titulaires de l’un des titres ou diplômes ci-après: “1º. maîtrise en Droit; 2º. maîtrise en Sciences Economiques ou maîtrise de Sciences de Gestion; 3º. diplôme revêtu du visa du ministre chargé de l’éducation nationale, délivré par un établissement d’enseignement supérieur de commerce et de gestion reconnu par l’État et autorisé à délivrer un tel diplôme; 4º. autres titres et diplômes sanctionnant un deuxième cycle d’enseignement supérieur ou d’un niveau équivalent et figurant sur une liste fixée par arrêté conjoint du garde des Sceaux, ministre de la Justice, et du ministre chargé de l’éducation nationale; 5º. certificat d’aptitude aux fonctions de commissaire aux comptes ou diplôme d’expertise comptable; 6º. diplôme d’études supérieures comptables et financières régi par le Décret n. 88-80 du 22 janvier 1988 relatif au diplôme préparatoire aux études comptables et financières, au diplôme d’études comptables et financières, au diplôme d’études supérieures comptables et financières et abrogeant le Décret n. 81-537 du 12 mai 1981 relatif au diplôme d’études compatibles supérieures; 7º. diplôme d’études approfondies en Droit ou en gestion des entreprises; 8º. diplôme d’études supérieures spécialisées en Droit ou diplôme d’études supérieures spécialisées en administration des entreprises (ancien certificat d’aptitude à l’administration des entreprises)”.

Muito se discutiu na doutrina brasileira sobre se deve o administrador judicial ser *preferencialmente* advogado, como está escrito na lei.

Fábio Ulhoa Coelho, por exemplo, é incisivo a respeito:

“Note-se que o advogado não é necessariamente o profissional mais indicado para a função, visto que muitas das atribuições do administrador judicial dependem, para seu bom desempenho, mais de conhecimentos de administração de empresas do que jurídicos. O ideal é a escolha recair sobre pessoa com conhecimentos ou experiência

na administração de empresas do porte da devedora e, quando necessário, autorizar a contratação de advogado para assisti-lo ou à massa”.<sup>10</sup>

No mesmo sentido é a posição de Manoel Justino Bezerra Filho:

“O processo de recuperação e de falência é bastante complexo, por envolver inúmeras questões que só o técnico, com conhecimento especializado da matéria, poderá resolver a contento, prestando real auxílio ao bom andamento do feito.

“Mesmo se tratando de advogados, economistas, administradores, contadores e outros profissionais especializados, não serão necessariamente capacitados para o pleno exercício desse trabalho, que sempre poderá ser resolvido de forma mais correta por aqueles que se especializam em direito comercial e, particularmente, em direito falimentar. Portanto, deve o juiz do feito tomar cuidado especial no momento em que nomear o administrador, atento a todos estes aspectos.”<sup>11</sup>

De minha parte, não tenho dúvidas em afirmar que a autorização legal para que possam ser nomeadas pessoas jurídicas para o cargo de administrador judicial, a exemplo do que já ocorria na lei francesa, foi extremamente salutar. A administração judicial das empresas em crise, dada a peculiaridade da situação dessas, deve, muito antes de ser entregue a advogados, economistas, administradores, contadores e, mesmo, a outros profissionais especializados em tal mister, ficar sob os cuidados de quem, profissional e empresarialmente, preparou-se para lidar com essa situação específica de patologia financeira. É que tal função, dadas as características especiais de que se reveste, exige, necessariamente, um trabalho de equipe de vários tipos de profissionais, tornando-se praticamente impossível que um profissional isoladamente considerado, por mais poliva-

lente que seja, possa reunir tantas qualificações profissionais simultaneamente...

Há no Brasil, atualmente, acalorada discussão acerca da forma de escolha do administrador judicial pelo magistrado. Vários críticos no nosso sistema vigente sustentam que – tendo-se em conta, sobretudo, o elevado valor de certos honorários do administrador judicial – deveria existir algum tipo de controle na escolha do juiz, fixando-se critérios específicos, tal como ocorre aqui na legislação francesa.

Trata-se de questão bastante árdua, pois ela afeta a própria independência do juiz, interferindo sobre algo absolutamente personalíssimo: o caráter *uberrima fides* que caracteriza a relação de confiança mantida entre o juiz e o administrador judicial...

### 5. Competência do administrador judicial na recuperação judicial e na falência

Um dos aspectos mais importantes das funções do administrador judicial, sem dúvida, é o de fiscalizar a autenticidade e a correção dos créditos habilitados.

Dispõe o art. 19 da lei vigente:

“Art. 19. O administrador judicial, o Comitê, qualquer credor ou o representante do Ministério Público poderá, até o encerramento da recuperação judicial ou da falência, observado, no que couber, o procedimento ordinário previsto no Código de Processo Civil, pedir a exclusão, outra classificação ou a retificação de qualquer crédito, nos casos de descoberta de falsidade, dolo, simulação, fraude, erro essencial ou, ainda, documentos ignorados na época do julgamento do crédito ou da inclusão no quadro geral de credores.

“§ 1º. A ação prevista neste artigo será proposta exclusivamente perante o juízo da recuperação judicial ou da falência ou, nas hipóteses previstas no art. 6º, §§ 1º e 2º, desta Lei, perante o juízo que tenha originariamente reconhecido o crédito.

“§ 2º. Proposta a ação de que trata este artigo, o pagamento ao titular do crédito por

10. Fábio Ulhoa Coelho, *Comentários à Lei de Falências*, 8ª ed., 2ª tir., São Paulo, Saraiva, 2011, p. 109.

11. Manuel Justino Bezerra Filho, *Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, 9ª ed., São Paulo, Thomson Reuters, 2013, p. 100.

ela atingido somente poderá ser realizado mediante a prestação de caução no mesmo valor do crédito questionado.”

Sobre a prestação de contas e o afastamento do administrador judicial, veja-se a disposição constante do art. 23:

“Art. 23. O administrador judicial que não apresentar, no prazo estabelecido, suas contas ou qualquer dos relatórios previstos nesta Lei será intimado pessoalmente a fazê-lo no prazo de 5 (cinco) dias, sob pena de desobediência.

“Parágrafo único. Decorrido o prazo do *caput* deste artigo, o juiz destituirá o administrador judicial e nomeará substituto para elaborar relatórios ou organizar as contas, explicitando as responsabilidades de seu antecessor.”

A respeito da remuneração do administrador judicial, estabelece a lei:

“Art. 24. O juiz fixará o valor e a forma de pagamento da remuneração do administrador judicial, observados a capacidade de pagamento do devedor, o grau de complexidade do trabalho e os valores praticados no mercado para o desempenho de atividades semelhantes.

“§ 1º. Em qualquer hipótese, o total pago ao administrador judicial não excederá 5% (cinco por cento) do valor devido aos credores submetidos à recuperação judicial ou do valor de venda dos bens na falência. [*Passivo da devedora*]

“§ 2º. Será reservado 40% (quarenta por cento) do montante devido ao administrador judicial para pagamento após atendimento do previsto nos arts. 154 e 155 desta Lei.

“§ 3º. O administrador judicial substituído será remunerado proporcionalmente ao trabalho realizado, salvo se renunciar sem relevante razão ou for destituído de suas funções por desídia, culpa, dolo ou descumprimento das obrigações fixadas nesta Lei, hipóteses em que não terá direito à remuneração.

“§ 4º. Também não terá direito a remuneração o administrador que tiver suas contas desaprovadas.”

O art. 25 da lei esclarece que caberá ao devedor ou à massa falida arcar com as

despesas relativas à remuneração do administrador judicial e das pessoas eventualmente contratadas para auxiliá-lo.

Assinale-se que a Lei Complementar 147, de agosto/2014, prevê em seu art. 5º que a remuneração do administrador judicial em casos de recuperação judicial requerida por microempresas e empresas de pequeno porte não poderá ultrapassar o percentual de 2% do passivo, alterando o disposto § 5º do art. 24 da Lei 11.101/2005.

Tal lei complementar, infelizmente, a pretexto de criar incentivos às microempresas e às empresas de pequeno porte, trouxe alguns delicados problemas de interpretação para alguns dispositivos da Lei Falimentar brasileira, como, exemplificativamente, acerca de como deverá ser considerado o quórum previsto no art. 58 da lei, com a introdução de uma nova classe de credores...

Quanto ao momento em que o administrador judicial deverá apresentar suas contas ao juiz, reza o art. 154 da lei brasileira:

“Art. 154. Concluída a realização de todo o ativo, e distribuído o produto entre os credores, o administrador judicial apresentará suas contas ao juiz no prazo de 30 (trinta) dias.

“§ 1º. As contas, acompanhadas dos documentos comprobatórios, serão prestadas em autos apartados que, ao final, serão apensados aos autos da falência.

“§ 2º. O juiz ordenará a publicação de aviso de que as contas foram entregues e se encontram à disposição dos interessados, que poderão impugná-las no prazo de 10 (dez) dias.

“§ 3º. Decorrido o prazo do aviso e realizadas as diligências necessárias à apuração dos fatos, o juiz intimará o Ministério Público para manifestar-se no prazo de 5 (cinco) dias, findo o qual o administrador judicial será ouvido se houver impugnação ou parecer contrário do Ministério Público.

“§ 4º. Cumpridas as providências previstas nos §§ 2º e 3º deste artigo, o juiz julgará as contas por sentença.

“§ 5º. A sentença que rejeitar as contas do administrador judicial fixará suas



responsabilidades, poderá determinar a indisponibilidade ou o sequestro de bens e servirá como título executivo para indenização da massa.

“§ 6º. Da sentença cabe apelação.”

Sobre o prazo para o administrador judicial apresentar o relatório final da falência, após o julgamento das suas contas, estabelece o art. 155 da lei:

“Art. 155. Julgadas as contas do administrador judicial, ele apresentará o relatório final da falência no prazo de 10 (dez) dias, indicando o valor do ativo e o do produto de sua realização, o valor do passivo e o dos pagamentos feitos aos credores, e especificará justificadamente as responsabilidades com que continuará o falido”.

Sobre a destituição do administrador judicial, dispõe o art. 31 da lei que o juiz pode, de ofício ou provocado por terceiros interessados, destituir o administrador judicial se constatado o descumprimento de deveres, omissão, negligência ou prática de ato lesivo às atividades do devedor ou a terceiros.

Os arts. 32, 154, § 5º, e 177 estabelecem que o administrador judicial responderá pelos prejuízos causados à massa falida, ao devedor ou aos credores por dolo ou culpa até com seus bens pessoais, respondendo em processos civis e criminais perante terceiros interessados a massa falida.

A lei brasileira discrimina a competência do administrador judicial na recuperação judicial e na falência; somente na recuperação judicial; e apenas na falência.

Principiando pela competência do administrador judicial na recuperação judicial e na falência, prescreve o art. 22:

“Art. 22. Ao administrador judicial compete, sob a fiscalização do juiz e do Comitê, além de outros deveres que esta Lei lhe impõe: I – na recuperação judicial e na falência: a) enviar correspondência aos credores constantes na relação de que tratam o inciso III do *caput* do art. 51, o inciso III do *caput* do art. 99 ou o inciso II do *caput* do art. 105 desta Lei, comunicando a data do pedido de recuperação judicial ou da

decretação da falência, a natureza, o valor e a classificação dada ao crédito; b) fornecer, com presteza, todas as informações pedidas pelos credores interessados; c) dar extratos dos livros do devedor, que merecerão fé de ofício, a fim de servirem de fundamento nas habilitações e impugnações de créditos; d) exigir dos credores, do devedor ou seus administradores quaisquer informações; e) elaborar a relação de credores de que trata o § 2º do art. 7º desta Lei; f) consolidar o quadro geral de credores nos termos do art. 18 desta Lei; g) requerer ao juiz convocação da assembleia-geral de credores nos casos previstos nesta Lei ou quando entender necessária sua ouvida para a tomada de decisões; h) contratar, mediante autorização judicial, profissionais ou empresas especializadas para, quando necessário, auxiliá-lo no exercício de suas funções; i) manifestar-se nos casos previstos nesta Lei; II – na recuperação judicial: a) fiscalizar as atividades do devedor e o cumprimento do plano de recuperação judicial; b) requerer a falência no caso de descumprimento de obrigação assumida no plano de recuperação; c) apresentar ao juiz, para juntada aos autos, relatório mensal das atividades do devedor; d) apresentar o relatório sobre a execução do plano de recuperação, de que trata o inciso III do *caput* do art. 63 desta Lei; III – na falência: a) avisar, pelo órgão oficial, o lugar e hora em que, diariamente, os credores terão à sua disposição os livros e documentos do falido; b) examinar a escrituração do devedor; c) relacionar os processos e assumir a representação judicial da massa falida; c) o administrador judicial deve assumir as ações judiciais e administrativas, tanto no polo ativo como passivo em que a massa for parte; d) receber e abrir a correspondência dirigida ao devedor, entregando a ele o que não for assunto de interesse da massa; e) apresentar, no prazo de 40 (quarenta) dias, contado da assinatura do termo de compromisso, prorrogável por igual período, relatório sobre as causas e circunstâncias que conduziram à situação de falência, no qual apontará a responsabilidade civil e penal dos envolvidos, observado o disposto no art. 186 desta Lei; f) arrecadar os bens e documentos do devedor e elaborar o auto de

arrecadação, nos termos dos arts. 108 e 110 desta Lei; g) avaliar os bens arrecadados; h) contratar avaliadores, de preferência oficiais, mediante autorização judicial, para a avaliação dos bens caso entenda não ter condições técnicas para a tarefa; i) praticar os atos necessários à realização do ativo e ao pagamento dos credores; j) requerer ao juiz a venda antecipada de bens perecíveis, deterioráveis ou sujeitos a considerável desvalorização ou de conservação arriscada ou dispendiosa, nos termos do art. 113 desta Lei; l) praticar todos os atos conservatórios de direitos e ações, diligenciar a cobrança de dívidas e dar a respectiva quitação; m) remir, em benefício da massa e mediante autorização judicial, bens apenados, penhorados ou legalmente retidos; n) representar a massa falida em juízo, contratando, se necessário, advogado, cujos honorários serão previamente ajustados e aprovados pelo Comitê de Credores; o) requerer todas as medidas e diligências que forem necessárias para o cumprimento desta Lei, a proteção da massa ou a eficiência da administração; p) apresentar ao juiz para juntada aos autos, até o décimo dia do mês seguinte ao vencido, conta demonstrativa da administração, que especifique com clareza a receita e a despesa; q) entregar ao seu substituto todos os bens e documentos da massa em seu poder, sob pena de responsabilidade; r) prestar contas ao final do processo, quando for substituído, destituído ou renunciar ao cargo”.

Quanto à remuneração dos auxiliares do administrador judicial, ela também ficará a cargo do magistrado, que deverá levar em conta tanto o grau de dificuldade do trabalho realizado quanto os valores pagos pelo mercado para o desempenho da atividade e das que lhe são assemelhadas, conforme estatui o § 1º do art. 22 da lei, *in verbis*:

“§ 1º. As remunerações dos auxiliares do administrador judicial serão fixadas pelo juiz, que considerará a complexidade dos trabalhos a serem executados e os valores praticados no mercado para o desempenho de atividades semelhantes.

“§ 2º. Na hipótese da alínea ‘d’ do inciso I do *caput* deste artigo, se houver recusa, o juiz, a requerimento do administrador judicial, intimará aquelas pessoas para

que compareçam à sede do juízo, sob pena de desobediência, oportunidade em que as interrogará na presença do administrador judicial, tomando seus depoimentos por escrito.

“§ 3º. Na falência, o administrador judicial não poderá, sem autorização judicial, após ouvidos o Comitê e o devedor no prazo comum de 2 (dois) dias, transigir sobre obrigações e direitos da massa falida e conceder abatimento de dívidas, ainda que sejam consideradas de difícil recebimento.

“§ 4º. Se o relatório de que trata a alínea ‘e’ do inciso III do *caput* deste artigo apontar responsabilidade penal de qualquer dos envolvidos, o Ministério Público será intimado para tomar conhecimento de seu teor.”

Uma derradeira observação afigura-se pertinente no que se refere à denominação do administrador judicial. Infelizmente, no Brasil uma lamentável confusão tem ocorrido por causa da dubiedade causada pela expressão “administrador judicial” em pessoas com deficiente formação jurídica.

Transcrevo, a propósito, o seguinte voto, proferido pelo Cons. Bruno Dantas no Conselho Nacional de Justiça, a propósito da matéria:

“Conforme descrito no relatório, notícia o requerente que os administradores judiciais de processos de recuperação judicial e de falência, sobretudo na Justiça Trabalhista do Estado de São Paulo, têm sido corriqueiramente incluídos por equívoco como réus em processos judiciais, na qualidade de sócios ou responsáveis pelas massas falidas das empresas que administram por força de nomeação judicial. Em que pese às informações prestadas pelo egrégio TRT-2ª Região (Evento n. 35 – OFIC21) noticiarem que já foram tomadas providências administrativas destinadas a solucionar o problema, como a expedição de ofícios circulares e recomendações, a situação denunciada tem persistido, conforme demonstrou o requerente no REQA-VU13 (Evento n. 21). Por outro lado, a continuidade da mencionada prática irregular por algumas Varas Trabalhistas do Estado de São Paulo restou ainda confirmada

pelos próprios magistrados que atuam nas Varas de Falências e Recuperações Judiciais do Estado, consoante se pode observar dos ofícios acostados aos Eventos ns. 33, 35 e 36, nos quais os doutos Juizes endossaram o inconformismo do requerente e seu consequente pedido de solução. A esse respeito, vale à pena trazer a lume as elucidativas informações prestadas pelo Juiz Substituto de Segundo Grau Alexandre Alves Lazzarini (Evento n. 33 – DOC19), nos seguintes termos: ‘Esclareço que fui Juiz de Direito Titular da 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo desde a sua instalação (9.6.2005) até ser removido para o cargo de Juiz Substituto de Segundo Grau (30.7.2009), exercendo minhas funções nas Câmaras de Direito Privado do TJSP. Verifico que a reclamação formulada pelo advogado Asdrubal Montenegro Neto não tem cunho de interferência na jurisdição dos magistrados, mas aborda questão de natureza administrativa, passível de regulamentação geral. O narrado pelo advogado Asdrubal Montenegro Neto é um problema constante para os administradores judiciais (na falência ou na recuperação judicial), não só quando envolvem as questões trabalhistas, mas também fiscais. A situação agrava-se, em especial, quando a empresa é de porte nacional, como as prestadoras de serviços (Estrela Azul Serviços e Pires Segurança, administradas pelo requerente), por exemplo, onde existem milhares de ações trabalhistas, pois o administrador judicial, ao invés de dar continuidade nessa sua atividade, deixa-a de lado, ante a necessidade de se defender em processos [em] que não tem responsabilidade pessoal, como as por ele narradas. Com isso, o serviço judiciário fica prejudicado, eis que o administrador judicial precisa, no mais das vezes, postular liberação de bloqueio de suas contas bancárias no BACENJUD, exclusão de seu nome nos Distribuidores Judiciais, prestar esclarecimentos à autoridade policial por fatos a que não deu causa, mas como é apontado como ‘administrador’ passa a ser responsável, até que se esclareça a sua real atribuição’. Posso afirmar, ainda, que esses problemas geravam, ainda, trabalho desnecessário nas unidades cartorárias, pois várias vezes têm que expedir certidões e/ou ofícios para prestar esclarecimentos sobre as atribuições

do administrador judicial, e para o próprio magistrado do processo. Nesse mesmo sentido se manifestaram o magistrado Daniel Carnio Costa (Evento n. 35 – OFIC21), que concordou expressamente com o pedido formulado na peça de ingresso, e a Juíza Renata Mota Maciel, cuja manifestação colacionada ao Evento n. 36 (DOC22) também peço vênias para reproduzir, *in verbis*: ‘Em atenção ao determinado por despacho de 19.10.2011 (‘Defiro o REQUAVU 13 – Evento n. 21’), referente a pedido formulado pelo requerente, presto as seguintes informações. Como relatado pelo advogado Asdrubal Montenegro Neto em seu requerimento, no período em que estive em exercício na 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da comarca da Capital (agosto/2009 a fevereiro/2011), inúmeros foram os episódios envolvendo a inclusão ou consideração dos administradores judiciais nomeados em falências e recuperações judiciais como sócios ou responsáveis legais pelas empresas, especialmente por juízos de Varas do Trabalho. Para ilustrar, posso mencionar ocasiões em que o Juízo da 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Capital recebeu ofício de Juízo do Trabalho informando e solicitando providências porque o administrador judicial recusou receber citação em nome de empresa em recuperação judicial, conduta, esta, adequada ao disposto na Lei n. 11.101/2005, que dispõe que o administrador judicial na recuperação judicial não é o representante da empresa, que continua em atividade e, portanto, deve ser citada na pessoa de seu representante legal. Em outra ocasião, como mencionado pelo próprio requerente do presente pedido de providências, recebi ligação de uma Juíza do Trabalho que não deferiu o desbloqueio pelo sistema BACENJUD das contas bancárias de titularidade do administrador judicial sob o fundamento de que seria este o representante legal da empresa e responsável pelos débitos da empresa em recuperação judicial ou falida. Referida Magistrada, somente após conversar por telefone com esta Juíza e obter a informação de que o advogado Asdrubal, de fato, era o administrador judicial nomeado pelo Juízo da Falência, deferiu o pedido de desbloqueio das contas. Acrescento que as demais informações trazidas na petição

inicial deste pedido de providências ocorrem com certa frequência, não apenas com aquele advogado, mas com os demais administradores judiciais nomeados por juízos da falência e da recuperação judicial. Aproveito para informar que a questão não envolve matéria propriamente jurisdicional, mas conduta que prejudica o bom andamento tanto das ações concursais (falência e recuperação judicial) como das ações e execuções individuais, sem contar o transtorno e inconveniente causados aos administradores judiciais, que são auxiliares do juízo e que, muitas vezes, perdem tempo razoável na defesa contra medidas dessa natureza, quando poderiam estar trabalhando em prol das massas falidas. Certamente a regulamentação da matéria por esse E. Conselho, em âmbito nacional e na esfera administrativa, poderia contribuir para a eficaz e pronta prestação jurisdicional, evitando equívocos desnecessários, que fogem ao disposto na Lei n. 11.101/2005 e ao papel do administrador judicial nomeado, propiciando uma melhor integração entre os juízos da falência, recuperação judicial e os do trabalho e fiscal e, em última análise, beneficiando os jurisdicionados, com a eficiente resolução das questões envolvendo relação concursal'. Ademais, os fatos noticiados pelo requerente não são estranhos ao TRT-2ª Região, que, conforme informado no Evento n. 15, tem, desde 2006, recomendado, em vão, a seus membros e servidores que não registrem os administradores judiciais como réus, devedores ou representantes legais das massas falidas (Ofício Circular CR n. 107/2006 e Recomendação CR n. 52/2009). Tanto assim que, em atitude de nítido reconhecimento do pedido formulado no presente procedimento, expediu, em 15 de setembro próximo passado, novo ato administrativo (Recomendação CR n. 63/2011) no qual, em reiteração aos mencionados Ofício Circular CR n. 107/2006 e Recomendação CR n. 52/2009, recomenda mais uma vez às Varas de Trabalho e à Central de Cartas Precatórias da 2ª Região que se abstenham 'de registrar, no Sistema de Acompanhamento Processual em Primeira Instância/SAP-1, o nome do administrador judicial no campo 'réu' (polo passivo da demanda), uma vez que este não é o devedor, mas sim o representante judicial da massa

falida, atuando como auxiliar do juízo', bem como de 'encaminhar notificações/intimações a administrador judicial nomeado em recuperação judicial, uma vez que o mesmo não tem poderes de representação judicial, nos termos da Lei n. 11.101/2005'. Contudo, não obstante o esforço envidado pelo TRT-2ª Região na interrupção dessa grave situação, o problema continua se repetindo e, graças à desatenção dos juízes do trabalho, ainda causa embaraços e trabalho desnecessário aos juízos das Varas de Falência. Dessa forma, tendo a própria Justiça Laboral paulista aderido ao pleito do requerente, evidenciando a necessidade de normatização da matéria pelo Conselho Nacional de Justiça, julgo procedente o pedido para determinar aos juízes do trabalho de todo o País que atemem para o fato de que o administrador judicial (antigo síndico) da massa falida e o representante (comissário) da recuperação judicial (antiga concordata) são meros auxiliares do juízo, e não sócios ou representantes legais da empresa, razão pela qual, em condições normais, não podem ser alvo de constrição patrimonial decorrente de débitos da massa. É como voto – *Bruno Dantas*, Conselheiro. Esse documento foi assinado eletronicamente por *Bruno Dantas* em 8.2.2012 às 16:38:15h. O original deste documento pode ser consultado no site do E-CNJ. Hash: c3ea44897ce41f46772f722d3c09b691".<sup>12</sup>

## 6. Conceito e função do Comitê de Credores

O art. 26 dispõe que o Comitê de Credores será constituído por deliberação de qualquer das classes de credores na assembleia-geral e terá a seguinte composição:

“Art. 26. (...): I – 1 (um) representante indicado pela classe de credores trabalhistas, com 2 (dois) suplentes; II – 1 (um) representante indicado pela classe de credores

12. Por uma questão de recato intelectual – e pelo caráter altamente confrangedor de que se revestia tal notícia –, não expus, na palestra feita na Sorbonne, o descalabro cometido pela Justiça do Trabalho em São Paulo. Assim, o bem-lançado voto do Cons. Bruno Dantas, ora reproduzido no texto principal, não foi objeto de alusão na ocasião da palestra.

com direitos reais de garantia ou privilégios especiais, com 2 (dois) suplentes; III – 1 (um) representante indicado pela classe de credores quirografários e com privilégios gerais, com 2 (dois) suplentes; IV – 1 (um) representante indicado pela classe de credores representantes de microempresas e empresas de pequeno porte, com 2 (dois) suplentes.

“§ 1º. A falta de indicação de representante por quaisquer das classes não prejudicará a constituição do Comitê, que poderá funcionar com número inferior ao previsto no *caput* deste artigo.

“§ 2º. O juiz determinará, mediante requerimento subscrito por credores que representem a maioria dos créditos de uma classe, independentemente da realização de assembleia: I – a nomeação do representante e dos suplentes da respectiva classe ainda não representada no Comitê; ou II – a substituição do representante ou dos suplentes da respectiva classe.

“§ 3º. Caberá aos próprios membros do Comitê indicar, entre eles, quem irá presidi-lo.”

As atribuições do Comitê de Credores estão dispostas no art. 27, nos seguintes termos:

“Art. 27. (...) I – na recuperação judicial e na falência: a) fiscalizar as atividades e examinar as contas do administrador judicial; b) zelar pelo bom andamento do processo e pelo cumprimento da lei; c) comunicar ao juiz, caso detecte violação dos direitos ou prejuízo aos interesses dos credores; d) apurar e emitir parecer sobre quaisquer reclamações dos interessados; e) requerer ao juiz a convocação da assembleia-geral de credores; f) manifestar-se nas hipóteses previstas nesta Lei; II – na recuperação judicial: a) fiscalizar a administração das atividades do devedor, apresentando, a cada 30 (trinta) dias, relatório de sua situação; b) fiscalizar a execução do plano de recuperação judicial; c) submeter à autorização do juiz, quando ocorrer o afastamento do devedor nas hipóteses previstas nesta Lei, a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais e outras garantias, bem como atos de endividamento necessários à continuação da atividade empresarial

durante o período que antecede a aprovação do plano de recuperação judicial.

“§ 1º. As decisões do Comitê, tomadas por maioria, serão consignadas em livro de atas, rubricado pelo juiz, que ficará à disposição do administrador judicial, dos credores e do devedor.

“§ 2º. Caso não seja possível a obtenção de maioria em deliberação do Comitê, o impasse será resolvido pelo administrador judicial ou, na incompatibilidade deste, pelo juiz.”

Caso não haja Comitê de Credores, ao administrador judicial incumbirão suas atribuições, salvo na incompatibilidade deste, hipótese em que caberá ao juiz decidir.

Uma das razões pelas quais o Comitê de Credores acabou por não ser incorporado na prática das insolvências no Brasil decorre do fato de não haver remuneração custeada pelo devedor ou pela massa falida, embora as despesas para a realização de ato previsto nesta Lei, se devidamente comprovadas e com a autorização do juiz, sejam ressarcidas atendendo às disponibilidades de caixa.

O art. 30 dispõe sobre impedimentos para integrar o Comitê de Credores:

“Art. 30. Não poderá integrar o Comitê ou exercer as funções de administrador judicial quem, nos últimos 5 (cinco) anos, no exercício do cargo de administrador judicial ou de membro do Comitê em falência ou recuperação judicial anterior, foi destituído, deixou de prestar contas dentro dos prazos legais ou teve a prestação de contas desaprovada.

“§ 1º. Ficará também impedido de integrar o Comitê ou exercer a função de administrador judicial quem tiver relação de parentesco ou afinidade até o terceiro grau com o devedor, seus administradores, controladores ou representantes legais ou deles for amigo, inimigo ou dependente.

“§ 2º. O devedor, qualquer credor ou o Ministério Público poderá requerer ao juiz a substituição do administrador judicial ou dos membros do Comitê nomeados em desobediência aos preceitos desta Lei.

“§ 3º. O juiz decidirá, no prazo de 24 (vinte e quatro) horas, sobre o requerimento do § 2º deste artigo.”

Há, ainda, previsão expressa quanto à possibilidade de destituição de membro do Comitê, tal como ocorre com o administrador judicial. Nesse sentido, dispõe o art. 31 da lei:

“Art. 31. O juiz, de ofício ou a requerimento fundamentado de qualquer interessado, poderá determinar a destituição do administrador judicial ou de quaisquer dos membros do Comitê de Credores quando verificar desobediência aos preceitos desta Lei, descumprimento de deveres, omissão, negligência ou prática de ato lesivo às atividades do devedor ou a terceiros.

“§ 1º. No ato de destituição, o juiz nomeará novo administrador judicial ou convocará os suplentes para recompor o Comitê.

“§ 2º. Na falência, o administrador judicial substituído prestará contas no prazo de 10 (dez) dias, nos termos dos §§ 1º a 6º do art. 154 desta Lei.”

Ao lado da falta de remuneração dos membros do Comitê de Credores, o disposto no art. 32 é considerado ponto nevrálgico e objeto de muitas críticas ao tratamento dado a este órgão, a ponto de torná-lo pouco utilizado no sistema de insolvência brasileiro.

Nesse sentido, dispõe o art. 32 que o administrador judicial e os membros do Comitê responderão pelos prejuízos causados à massa falida, ao devedor ou aos credores por dolo ou culpa, ao passo que o dissidente deve, em deliberação do Comitê, consignar sua discordância em ata para se eximir da responsabilidade.

Quanto à composição do Comitê de Credores, de *existência facultativa*, será ele integrado por representantes de cada classe de credores submetidos ao processo, que têm como principal finalidade zelar pelo bom andamento deste, sendo:

“a) 1 (um) representante indicado pela classe de credores trabalhistas, com 2 (dois) suplentes; b) 1 (um) representante indicado pela classe de credores com direitos reais de garantia ou privilégios especiais, com 2 (dois) suplentes; c) 1 (um) representante indicado pela classe de credores quirogra-

fários e com privilégios gerais, com 2 (dois) suplentes; d) 1 (um) representante indicado pela classe de credores representantes de microempresas e empresas de pequeno porte, com 2 (dois) suplentes”.

Cabe observar que, caso uma ou mais classes de credores decidam não apresentar representante para compor o Comitê em evidência, mesmo assim este poderá ser constituído e funcionar normalmente.

Entre as atribuições do Comitê mencionem-se as de:

“a) fiscalizar as atividades e examinar as contas do administrador judicial; b) zelar pelo bom andamento do processo e pelo cumprimento da lei; c) comunicar ao juiz, caso detecte violação dos direitos ou prejuízo aos interesses dos credores; d) apurar e emitir parecer sobre quaisquer reclamações dos interessados; e) requerer ao juiz a convocação da assembleia-geral de credores; f) manifestar-se nas hipóteses previstas nesta Lei”

Tais eram as observações, de caráter sumário, que me pareceram importantes destacar para um público de ouvintes estrangeiros.

## **7. Responsabilidade do administrador judicial e dos membros do Comitê de Credores**

A principal responsabilidade do administrador judicial acha-se estampada no art. 18 da lei brasileira, que assim dispõe:

“Art. 18. O administrador judicial será responsável pela consolidação do quadro geral de credores, a ser homologado pelo juiz, com base na relação dos credores a que se refere o art. 7º, § 2º, desta Lei e nas decisões proferidas nas impugnações oferecidas.

“Parágrafo único. O quadro geral, assinado pelo juiz e pelo administrador judicial, mencionará a importância e a classificação de cada crédito na data do requerimento da recuperação judicial ou da decretação da falência, será juntado aos autos e publicado no órgão oficial, no prazo de 5 (cinco) dias, contado da data da sentença que houver julgado as impugnações.”

Em face dos princípios da economia processual e da instrumentalidade, deve o juiz determinar a consolidação, que, na realidade, nada mais é que uma relação de créditos sobre os quais não haja mais pendência.

Esse procedimento atende ao princípio da celeridade, pois ordena melhor o andamento processual das habilitações, de um lado, e, de outro, estimula os interessados a colaborar com a rapidez do andamento, evitando o ajuizamento de ações de rito ordinário.

Encerro estas singelas e despretensiosas considerações afirmando que, na prática, a ideia do Comitê de Credores não logrou vingar, salvo em reduzido número de casos isolados. A razão para tal fenômeno, a meu ver, decorre da inexistência de remuneração para os membros do Comitê, de um lado; de outro, o fato de, mesmo sem nenhuma remuneração, permanecer o membro do Comitê vinculado a idêntico regime de responsabilidade existente para o administrador judicial, que tem sua remuneração, conforme visto.

Muito obrigado a todos pela extrema paciência com que me ouviram, permitindo-me, ainda, repetir uma frase do Padre Antônio Vieira com a qual tenho finalizado minhas conferências: “Se não vos convenci de nada, espero ao menos que eu não vos tenha aborrecido muito”.

### **Bibliografia**

- BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 9ª ed. São Paulo, Thomson Reuters, 2013.
- COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Lei de Falências*. 8ª ed., 2ª tir. São Paulo, Saraiva, 2011.
- COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial: a Reforma da Empresa*. São Paulo, Saraiva.
- DE LUCCA, Newton, e DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coords.). *Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos*. São Paulo, Quartier Latin, 2009.
- DOMINGUES, Alessandra de Azevedo, e DE LUCCA, Newton (coords.). *Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos*. São Paulo, Quartier Latin, 2009.
- HOUIN, Corinne Saint-Alary. *Code des Entreprises en Difficulté (Commenté sous la Direction de)*. Paris, LexisNexis, julho/2012.
- HOUIN, Roger. “Les innovations de la Loi sur le Redressement Judiciaire des Entreprises”. *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique*. Número Especial. Paris, Sirey, 1986.
- JACQUEMONT, André. *Droit des Entreprises en Difficulté*. Paris, LexisNexis AS, 2013.
- KULGELMAS, Alfredo Luiz, e PINTO, Gustavo Henrique Sauer de Arruda. “Administrador judicial na recuperação judicial: aspectos práticos”. In: DE LUCCA, Newton, e DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coords.). *Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos*. São Paulo, Quartier Latin, 2009.
- LOSANO, Mario. “O pensamento de Norberto Bobbio, do Positivismo Jurídico à função do Direito”. Prefácio à edição brasileira da obra De Bobbio, *Da Estrutura à Função: Novos Estudos de Teoria do direito*.
- PINTO, Gustavo Henrique Sauer de Arruda, e KULGELMAS, Alfredo Luiz. “Administrador judicial na recuperação judicial: aspectos práticos”. In: DE LUCCA, Newton, e DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coords.). *Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos*. São Paulo, Quartier Latin, 2009.
- TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. In: *RDM 122*.

# Doutrina & Atualidades

## UM NOVO DIREITO CONCURSAL EM CONFORMAÇÃO? Doutrina e Jurisprudência de Pontos Controvertidos

GRUPO DE ESTUDOS SANFRAN JR.<sup>1</sup>

*1. Introdução. 2. Temas analisados: 2.1 Aplicação do instituto da recuperação judicial para organizações não empresariais – 2.2 Possibilidade e adequação de o magistrado analisar o mérito dos documentos e informações apresentados pela recuperanda para o processamento do pedido de recuperação judicial (exegese dos arts. 51 e 52 da LREF) – 2.3 Possibilidade e adequação de o magistrado analisar o mérito das decisões da assembleia-geral de credores – 2.4 Voto abusivo do credor para a rejeição do plano de recuperação judicial, no caso de o plano ser mais benéfico que a falência da recuperanda – 2.5 O cram down e as alterações trazidas pela Lei Complementar 147/2014 – 2.6 Subclasse de credores: a figura do “credor colaborador” – 2.7 Classificação dos créditos caracterizados por garantia real outorgada por terceiros – 2.8 Alienação de unidade produtiva isolada/UPI. 3. Conclusão.*

### 1. Introdução

A Lei 1.101/2005 – Lei de Recuperação de Empresas e Falências/LREF – decorreu de amplas discussões, surgindo como resultado de uma forte demanda por uma nova

1. Este artigo é resultado do trabalho desenvolvido pelo Grupo de Estudos da SanFran Jr., sob coordenação do professor Dr. José Marcelo Martins Proença e de Pedro Alves Lavacchini Ramunno, durante o 1º semestre de 2016, que teve como foco a análise de pontos controvertidos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências (Lei 11.101/2005). A SanFran Jr. é uma atividade de extensão credenciada na Comissão de Cultura e Extensão Universitária/CCEX, nos termos da Resolução CoG e CoCEX-4.738, de 22.2.2000. A CCEx traça as diretrizes de cultura e extensão universitária no âmbito da Faculdade de Direito da USP, de modo a propiciar o tripé universitário e a melhor e mais completa formação de seus estudantes. No 1º semestre de 2016 o Grupo de Estudos era composto

regulação em matéria concursal que fosse condizente com o contexto contemporâneo. Isso porque o antigo Decreto-lei 7.661/1945, que era o responsável pela regulação da matéria, mostrava-se completamente desgastado e anacrônico, não atendendo mais às exigências da sociedade atual, que adentrou em uma fase de imensurável dinamicidade e

pelos seguintes membros, todos coautores deste trabalho: Juliana Roshi Muto Soares, Laura Bastos Junqueira, Louise Maia de Oliveira, Luciana Moreira Kanarek, Marina Faloni Machado Rodrigues Borges, Patrícia Mutti e Mattos, Pedro de Andrade Khouri Santos e Yasmin Karam Tomaino. A SanFran Jr., a empresa-júnior da Faculdade de Direito, é uma entidade estudantil fundada em 2002 que se dedica à aproximação dos estudantes ao direito comercial, em suas mais diferentes formas e matérias. Sua proposta é fazer com que os alunos do Largo de S. Francisco aprofundem seus conhecimentos nessa área, que ganha cada vez mais relevância no contexto atual, promovendo o olhar crítico e o pensamento inovador.



celeridade de transformações.<sup>2</sup> Esse contexto de mudanças é, inclusive, reconhecido pela Exposição de Motivos da LREF,<sup>3</sup> publicada no *Diário do Congresso Nacional/DCN* em 1994. Como todo novo diploma legislativo que altera substancialmente a regulação de uma matéria, a LREF trouxe mudanças de extrema relevância ao direito concursal; e, com essas alterações, diversos pontos controvertidos exsurgiram. Este trabalho tem por objeto justamente alguns desses aspectos. Nesse contexto, serão analisados diversos temas relacionados à LREF que apresentam, após anos da promulgação da lei, divergências doutrinárias e jurisprudenciais,<sup>4</sup> sendo que para cada um desses temas será apresentada uma análise crítica do atual estado de interpretação da LREF. O estudo e a análise crítica aqui propostos inserem-se, como é de se esperar, no contexto principiológico que norteia a aplicação da LREF, no qual merece especial destaque o *princípio da preservação das empresas recuperáveis*.

Esse princípio, incorporado pela LREF em seu art. 47,<sup>5</sup> reconhece, em clara pers-

pectiva institucionalista,<sup>6</sup> que a empresa é dotada de notável função social e econômica – como a geração de riquezas, empregos e tecnologias. Dessa forma, entende-se que é do interesse da economia e da sociedade que as empresas recuperáveis sejam mantidas no mercado, ao passo que as que não sejam recuperáveis devem ser dele retiradas.<sup>7</sup> Como consequência da adoção desse viés principiológico, reconhece-se a possibilidade – e, em alguns, a própria necessidade – de direcionar a interpretação dos dispositivos da LREF no sentido de maximizar a efetivação do *princípio da preservação das empresas recuperáveis*, inclusive pelo Poder Judiciário. Sendo assim, a própria interpretação da LREF segundo seus fundamentos principiológicos abre margem para o ativismo judiciário em

6. Em linhas gerais, o institucionalismo organizativo ou integracionista impõe a formulação teórica e a tutela de um interesse social não redutível ao interesse do grupo de sócios, devendo-se procurar integrar na sociedade feixes de interesses por que são influenciados pela sociedade. Destaca-se que essa concepção do interesse social, que marca o organicismo, não se confunde com a concepção publicista do interesse social, que remete ao institucionalismo publicista ou clássico de W. Rathenau (cf. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2014, pp. 117-118). Sobre a apresentação pormenorizada do contratualismo e do institucionalismo (publicista e organizativo), v.: Calixto Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 4ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2011, pp. 27-52; e José Marcelo Martins Proença, “Função social da sociedade – Convivência entre interesse público e interesse privado”, in Maria Eugênia Reis Filkenstein e José Marcelo Martins Proença (orgs.), *Direito Societário: Gestão de Controle*, São Paulo, Saraiva, Série GVLaw, 2008, pp. 3-19.

7. Esse é o posicionamento da doutrina especializada, representado pela seguinte passagem de Sheila Neder Cerezetti: “A função social da empresa passa a ser identificada em situações em que, não obstante a crise, a empresa pode ser caracterizada como um organismo economicamente viável por meio da recuperação” (*A Recuperação Judicial de Sociedades por Ações. O Princípio da Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência*, São Paulo, Malheiros Editores, 2012, p. 213).

2. A enorme diferença entre o momento temporal e fático das duas legislações está relacionada, sobretudo, à eclosão da Revolução Informacional e à expansão da Globalização. Sobre o tema, v.: Milton Santos, *A Natureza do Espaço: Técnica e Tempo, Razão e Emoção*, São Paulo, Hucitec, 1996.

3. “Com as transformações econômico-sociais ocorridas no País, a legislação falimentar não mais atende aos reclamos da sociedade, fazendo necessária a edição de nova lei, mais ágil e moderna” (*DCN*, Seção 1, 22.2.1994, pp. 1.987 e ss.).

4. Este trabalho teve por foco os julgados dos seguintes tribunais: Supremo Tribunal Federal/STF, Superior Tribunal de Justiça/STJ, Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo/TJSP, Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro/TJRJ e Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul/TJRS.

5. LREF: “Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica”.

matéria de recuperação de empresas, possibilitando uma postura mais participativa do magistrado nos processos de recuperação.

De todo modo, a possibilidade de ativismo judiciário não importa, como é de se esperar, a ausência de limites por parte do magistrado. Cabe analisar, assim, quais os limites dessa participação mais incisiva do Poder Judiciário em matéria concursal, levando em consideração as relevantes contribuições trazidas pela doutrina especializada – o que se pretende enfrentar por meio das seguintes questões controvertidas, que enunciam a estrutura formal de apresentação deste trabalho:

(i) Aplicação do instituto da recuperação judicial para organizações não empresariais.

(ii) Possibilidade e adequação de o magistrado analisar o mérito dos documentos e informações apresentados pela recuperanda para o processamento do pedido de recuperação judicial (exegese dos arts. 51 e 52 da LREF).

(iii) A supremacia da assembleia-geral de credores: possibilidade e adequação de o magistrado analisar o mérito das decisões da assembleia-geral de credores.

(iv) Voto abusivo do credor para a rejeição do plano de recuperação judicial no caso de o plano ser mais benéfico que a falência da recuperanda.

(v) O *cram down* e as alterações trazidas pela Lei Complementar 147/2014.

(vi) Subclasse de credores: a figura do “credor colaborador”.

(vii) Classificação dos créditos caracterizados por garantia real outorgada por terceiro.

(viii) Alienação de unidade produtiva isolada/UPI.

Após a análise de cada um dos temas enunciados, tecem-se, a partir de discussões realizadas no decorrer do trabalho, algumas considerações conclusivas.

## 2. Temas analisados

### 2.1 Aplicação do instituto da recuperação judicial para organizações não empresariais

#### 2.1.1 Considerações introdutórias: a incidência do art. 1º da LREF

O art. 1º da LREF prescreve: “Esta Lei disciplina a recuperação judicial, a recuperação extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária, doravante referidos simplesmente como devedor”. Da interpretação literal do dispositivo extrai-se a intenção do legislador, ressalvadas as exceções expressamente estabelecidas,<sup>8</sup> de garantir a aplicação da recuperação judicial e da falência a organizações empresariais, de acordo com o conceito de “empresa”, decorrente da definição de “empresário” trazida pelo art. 966 do CC.<sup>9</sup>

De acordo com Mauro Rodrigues Penteadado,<sup>10</sup> levando-se em conta a evolução

8. Em seu art. 2º a LREF determina que não estão sujeitas a ela, ainda que se caracterizem como sociedades empresárias, (1) empresa pública e sociedade de economia mista e (2) instituição financeira pública ou privada, cooperativa de crédito, consórcio, entidade de previdência complementar, sociedade operadora de plano de assistência à saúde, sociedade seguradora, sociedade de capitalização e outras entidades legalmente equiparadas às anteriores.

9. CC/2002:

“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.”

10. Penteadado diz que antes da LREF não havia uma distinção legal clara entre atividade comercial e atividade civil. Não existiam, desta forma, regras claras que distinguissem a sociedade empresarial (ou comercial) da sociedade civil, de modo que era

sistemática da disciplina da recuperação e da falência, desde a vigência do Decreto-lei 7.661/1945 (que mencionava a recuperação para “comerciantes” e “sociedades comerciais”) até a LREF, percebe-se certa preocupação com a aplicação desses institutos a organizações que exerçam profissionalmente atividade econômica organizada para o mercado.

Não obstante a clara intenção legislativa de proteger as empresas em razão da função social por elas exercida, não se pode olvidar que há outras organizações (e.g.: cooperativas e fundações) que, apesar de não se caracterizarem juridicamente como empresárias, exercem importante função social (ainda que não necessariamente no mesmo sentido das empresas),<sup>11</sup> podendo

permitida a recuperação e/ou falência de sociedade civil mas que exercesse atividade mercantil (ou seja, sociedade civil com “contornos” empresariais). De acordo com o autor:

“O dualismo atividade comercial/atividade civil, que antes predominava em nosso direito privado, em verdade não constituía óbice ao reconhecimento dessa nova realidade, tanto que em uma das várias versões recebidas pelo Projeto da nova Lei de Falências e Recuperações, na Comissão Especial da Câmara dos Deputados, antes do Código de 2002, o art. 1º vinha assim redigido:

“Esta Lei institui e regula a recuperação e liquidação judicial das pessoas jurídicas e físicas que exercem atividade econômica em nome próprio e de forma organizada.

“Parágrafo único. O disposto neste artigo não se aplica: I – aos agricultores que explorem propriedade rural unifamiliar; II – às sociedades civis de trabalho e aos que prestem serviços ou exerçam atividade profissional autônoma de forma individual ou organizada preponderantemente com trabalho próprio e com membros da família” (Mauro Rodrigues Pentead, “Comentários ao art. 1º”, in Francisco Satiro de Souza Jr. e Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*, 2ª ed., São Paulo, Ed. RT, 2007, p. 92).

11. É possível dizer, inclusive, que muitas destas organizações contribuem mais diretamente para o desenvolvimento e para a diminuição das desigualdades da sociedade civil que as próprias empresas (através do oferecimento, muitas vezes

ser, inclusive, relevantes agentes do mercado, por meio da produção e distribuição de produtos e serviços para o público, ainda que com finalidade não lucrativa. Entretanto, a análise literal do art. 1º da LREF não possibilita a aplicação dos institutos da recuperação judicial e da falência para essas organizações.

## 2.1.2 Doutrina

Mauro Rodrigues Pentead, ao comentar o conteúdo do art. 1º da LREF, evidencia sua relação com o art. 966 do CC e defende a inaplicabilidade da LREF às sociedades simples. O autor distingue entre (i) sociedades empresárias e (ii) sociedades simples, cujas diferenciações decorrem da própria legislação.<sup>12</sup> Sendo assim, por esta interpretação literal do art. 1º da LREF, ter-se-ia o mesmo âmbito de incidência da Decreto-lei 7.661/1945, passando, a partir da vigência do Código Civil atual, os sujeitos da LREF a serem identificados de acordo com o estabelecido pela teoria da empresa.<sup>13</sup>

gratuito ou a preços baixos, de serviços assistenciais, educacionais, de saúde – dentre outros).

12. Nesse sentido, Mauro Pentead destaca que a distinção entre estes dois tipos societários reside em quatro elementos básicos, todos derivados do texto do art. 966: (i) as sociedades simples podem se dedicar a qualquer atividade econômica, ao passo que as empresárias devem se dedicar à atividade econômica de produção de bens e serviços para circulação em mercado; (ii) a sociedade empresária, ao contrário da simples, reúne pessoas para o exercício de atividade econômica organizada; (iii) o exercício da atividade econômica na sociedade empresária é feito profissionalmente; (iv) a sociedade empresária vincula-se ao Registro Público de Empresas Mercantis, e a sociedade simples ao Registro Civil das Pessoas Jurídicas (cf. Mauro Rodrigues Pentead, “Comentários ao art. 1º”, cit., in Francisco Satiro de Souza Jr. e Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*, cit., 2ª ed., p. 95).

13. Cf.: Fábio Ulhoa Coelho, *Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, 6ª ed., São Paulo, Saraiva, 2009, p. 1.

Esse posicionamento, considerado tradicional e majoritário, acerca da incidência subjetiva das normas da LREF merece ser revisitado diante da concepção publicista do direito comercial, que se imiscui no próprio conceito de função social da propriedade e, posteriormente, de função social da empresa. Esta ideia decorre do chamado direito empresarial público<sup>14</sup> e tem como uma de suas implicações o reconhecimento de outras formas de organização de indivíduos em coletividades que visem a produzir e distribuir produtos e serviços que gerem, de alguma forma, benefícios para a sociedade civil, que não a empresa.

O mercado deve ser visto como um importante instrumento de viabilização do desenvolvimento social, de mitigação das desigualdades e de busca de soluções para os problemas enfrentados por um mundo globalizado. Todos os seus agentes, portanto, mesmo que revestidos sob diferentes formas jurídicas, deveriam receber da lei a tutela necessária para viabilizar a continuidade do exercício desse papel. Desse modo, outras formas jurídicas de organização coletiva que não as sociedades empresárias também exercem relevante função social e contribuem para o atendimento das necessidades da sociedade, corrigindo falhas e disfuncionalidades do próprio mercado.<sup>15</sup>

14. Conforme enunciado por Calixto Salomão Filho, “não pode mais o direito empresarial ser meramente passivo observador e receptor dos dados da vida empresarial. Ao transformar estes dados em valores, influencia o próprio conhecimento da vida econômica. Essa transformação só se pode fazer, por outro lado, com uma profunda compreensão tanto da dimensão individual quanto da coletiva do conhecimento humano” (*O Novo Direito Societário*, cit., 4ª ed., pp. 19-20).

15. José Marcelo Martins Proença, em suas críticas ao continuísmo da lei concursal brasileira, diz que “só um mercado próspero gera recursos para as medidas governamentais, e até para as ações privadas, voltadas para a concretização dos direitos humanos ou do cidadão, nas áreas da saúde, educação, segurança pública, presteza e eficiência dos serviços públicos, principalmente da justiça etc. A

Defende-se, assim, a extensão subjetiva da aplicação da LREF a agentes de mercado que não sejam organizados na forma de sociedades empresárias. José Marcelo Martins Proença, ao defender esta tese, explana que o objetivo do processo de recuperação é determinar a propriedade dos bens do devedor insolvente, bem como que o concurso de credores tem por função primordial o estabelecimento de um comportamento cooperativo e não competitivo entre aqueles interessados em tais bens, viabilizando-se, desse modo, o atingimento de um equilíbrio entre os interesses dos credores, do devedor e do próprio mercado. Não há motivo para crer, portanto, que tal mecanismo não deva ser colocado à disposição de organizações que, assim como as empresas, exercem atividade econômica com relevante impacto social e que afeta interesses multifacetários, incluindo os interesses do próprio mercado e de seus participantes. Não obstante, como visto, a LREF, em seu art. 1º, exclui claramente de seu âmbito de aplicação aqueles que não se encaixem nos conceitos jurídicos, previamente estabelecidos pelo Código Civil, de “empresário” e “sociedade empresária”.<sup>16</sup>

propriedade privada, segundo ensina – e bem – o professor Fábio Konder Comparato, antes sempre justificada como forma de proteção do indivíduo e de sua família, provendo-lhes a sobrevivência e a subsistência, cedeu lugar a meios mais eficientes para tanto, como a garantia de emprego e salário justo, a previdência relativa à saúde, o subsídio à educação, à moradia, ao transporte, ao lazer” (“Os novos horizontes do direito concursal – Uma crítica ao continuísmo prescrito pela Lei n. 11.101/2005”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro/RDM* 151/53, ano XLVIII, São Paulo, Malheiros Editores, janeiro-dezembro/2009. v. 151, ano XLVIII, pp. 47-64, jan./dez. 2009, p. 53).

16. De acordo com Proença, “em outras palavras, a atual Lei de Falências e de Recuperação de Empresas em nosso País, ainda apresentando resquícios de uma fase subjetivista do direito comercial, não demonstrou preocupação com a manutenção da fonte produtiva de agentes econômicos não empresários, dos empregos por eles mantidos, pela sua função social, dentre tantos outros atributos que poderiam

Nota-se, diante desse cenário, nítida incompatibilidade entre o art. 1º da LREF e os próprios objetivos por ela buscados, especialmente em relação ao princípio da preservação da empresa e suas finalidades. Se com tal princípio se procura manter atuante no mercado empresa economicamente viável, tendo como fundamento o exercício de sua função social, não há por que pressupor que não deva a aplicação da lei ser ampliada para quaisquer agentes de mercado que exerçam comprovadamente tal função, ainda que não sejam empresários.

### 2.1.3 Jurisprudência

Ainda que a doutrina apresente bases para que a incidência subjetiva da recuperação judicial seja estendida a agentes de mercado não empresários – com destaque para associações civis, cooperativas e fundações –, as decisões judiciais costumam apontar para o sentido contrário. Observa-se uma interpretação mais positivista por parte dos magistrados.

No TJSP a maior parte das decisões vai no sentido de indeferir os pedidos de recuperação judicial advindos de associações sem fins lucrativos,<sup>17</sup> embora seja possível identificar duas decisões diferentes,<sup>18</sup> que estão em consonância com a interpretação

ser enumerados” (“Os novos horizontes do direito concursal – Uma crítica ao contínuismo prescrito pela Lei n. 11.101/2005”, cit., *RDM* 151/58).

17. Nesse sentido: TJSP, 8ª Câmara de Direito Privado, AI 0257523-69.2012.8.26.0000, rel. Des. Grava Brazil, j. 18.9.2013; TJSP, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais, ACi 547.014-4/8-00, rel. Des. Pereira Calças, j. 28.5.2008; TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, ACi 0010036-39.2011.8.26.0189, rel. Des. Tasso Duarte de Melo, j. 25.3.2013.

18. TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 0170959-53.2013.8.26.0000, rel. Des. Francisco Loureiro, j. 6.2.2014; TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 2023917-63.2013.8.26.0000, rel. Des. Francisco Loureiro, j. 5.12.2013.

publicista exposta na seção anterior. Inicialmente destaca-se a ACi 619.652.4/8-00, de relatoria do Des. Boris Kaufman,<sup>19</sup> que apresenta posicionamento pautado em interpretação literal do dispositivo da LREF – e diverso do aqui defendido. Trata-se de recurso interposto pelo São José Esporte Clube, o qual alega ter tanto função social quanto funcionários, de modo que, por analogia, seria possível entrar em recuperação judicial e, eventualmente, reerguer-se. Tal argumento foi rejeitado pelo Relator.<sup>20</sup>

19. TJSP, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais, ACi 619.652.4/8-00, rel. Des. Boris Kaufman, j. 28.1.2009. No mesmo sentido: TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, ACi 0001832-74.2013.8.26.0564, rel. Des. José Araldo da Costa Telles, j. 20.5.2013. Este último julgado trata do caso em que a Associação para Valorização e Promoção de Excepcionais/ AVAPE recorre da decisão de indeferimento de seu pedido de recuperação judicial, ressaltando sua importância social bem como o grande número de serviços prestados à sociedade, tendo tudo seu pleito rejeitado por alegada “falta de interesse de agir”. Cumpre destacar, ainda, que no TJRJ se observou pequena quantidade de casos sobre a matéria, sendo que os existentes possuíam posição semelhante – a título exemplificativo: TJRJ, 6ª Câmara Cível, ACi 0440514-05.2012.8.19.0001, rela. Des. Inês da Trindade Chaves de Melo, j. 30.7.2014; TJRJ, 7ª Câmara Cível, ED no AI 2007.002.00150, rel. Des. Edson Vasconcelos, j. 6.6.2007.

20. O Relator justifica sua decisão com o seguinte fundamento: “Se a atividade própria de empresário envolve a produção ou a circulação de bens e de serviços, a sociedade organizada para fins não econômicos, que é denominada de associação (CC, art. 53), não se qualifica como empresária, ainda que possua empregados registrados e tenha receita e despesas, não lhe conferindo o ordenamento jurídico direito à obtenção do mecanismo de superação da crise econômico-financeira previsto na Lei n. 11.101/2005. (...) a recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica (art. 47). Ora, não há que se falar em ‘fonte produtora’, ‘função social da empresa’ e ‘estímulo à atividade

Percebe-se, entretanto, apesar da pequena quantidade, a existência de julgados com uma visão revisitada acerca da incidência subjetiva das normas da LREF. Dentre eles destaca-se o AI 0170959-53.2013.8.26.0000 do TJSP,<sup>21</sup> cuja interpretação se aproxima do entendimento plasmado no direito empresarial público. Tal julgado consubstanciou pedido de efeito suspensivo para a decisão que converteu o processo de recuperação judicial da “Neomater Ltda.” em um de insolvência civil. O agravo foi provido, pois o Relator, Francisco Loureiro, entende, como ensinado por Fábio Ulhoa Coelho, que “a atividade típica de empresário não se define por sua natureza, mas pela forma com que é explorada, quando a atividade econômica é explorada de forma organizada (ou seja, mediante a articulação dos fatores de produção), então, tem-se uma empresa; quem a exerce é empresário; e, se pessoa jurídica, uma sociedade empresária”.<sup>22</sup>

Por fim, a análise de todas as decisões levantadas elucidam o tradicionalismo presente na jurisprudência. Ainda que seja possível observar algumas exceções, a maioria segue uma linha de interpretação literal da LREF no que diz respeito à extensão subjetiva da sua aplicação.

#### 2.1.4 Análise crítica

A aplicabilidade do instituto da recuperação judicial a organizações não empresariais ainda é tema controverso, pois não há pacificação, ao menos doutrinária.

*econômica em relação à associação apelante, e nem se poderia adotar a analogia quando a lei aponta, especificamente, aqueles beneficiários dos direitos nela previstos” (grifos nossos).*

21. TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 0170959-53.2013.8.26.0000, rel. Des. Francisco Loureiro, j. 6.2.2014.

22. Fábio Ulhoa Coelho, *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, 8ª ed., 2ª tir., São Paulo, Saraiva, 2011, p. 69.

Ao mesmo tempo que a LREF é clara em restringir sua incidência às sociedades empresárias, um exame mais prático e teleológico dos institutos por ela regulados reduz a simplicidade trazida pelo texto posto. Se a LREF foi redigida com vistas a preservar a função social do agente econômico atuante no mercado e promover o desenvolvimento do País, não faz sentido excluir a possibilidade de recuperação judicial de outros agentes atuantes no mercado – que não empresários – que apresentam evidente função social.

Ressalta-se que o comentário deve ser aplicado tanto para as sociedades simples como para as associações constituídas sem fito de lucro. Esta última categoria invariavelmente tem seus pedidos de recuperação indeferidos pelos tribunais, tratando-se de posicionamento que caminha em desencontro aos princípios previstos no art. 47 da LREF.

Elucidativo, desse modo, é o excerto de José Marcelo Martins Proença: “Como um dos objetivos da lei em comento é a preservação da atividade produtiva, esse objetivo deve, em razão de sua função social, sempre que possível, ser buscado, por ser gerador de riqueza, de emprego, de renda, contribuindo para o crescimento e o desenvolvimento econômico e social do País”.<sup>23</sup>

#### 2.2 Possibilidade e adequação de o magistrado analisar o mérito dos documentos e informações apresentados pela recuperanda para o processamento do pedido de recuperação judicial (exegese dos arts. 51 e 52 da LREF)

##### 2.2.1 Considerações introdutórias

A LREF introduziu no sistema brasileiro o instituto da recuperação judicial em

23. José Marcelo Martins Proença, “Os novos horizontes do direito concursal – Uma crítica ao

substituição à concordata regulamentada pelo Decreto-lei 7.661/1945. Nota-se na criação desse novo tratamento das empresas em situação de crise uma ampla relação com o já aludido princípio da preservação da empresa, com nítido reconhecimento da função social exercida pelas empresas, em especial quando observada a redação do mencionado art. 47. Paralelamente, com a criação do instituto da recuperação de empresas foram criados mecanismos que buscam ampliar a celeridade e a eficiência desse procedimento, buscando-se a desburocratização de muitos aspectos.

Sobre o tema deve-se ter como ponto de partida a análise de dois artigos da LREF: os arts. 51 e 52. O art. 51 da LREF lista documentos que deverão acompanhar a petição inicial do pedido de recuperação judicial. O art. 52, por sua vez, prescreve que “o juiz deferirá o processamento da recuperação judicial” caso a documentação exigida pelo dispositivo anterior esteja “em termos”, listando outras providências a serem tomadas pelo magistrado no mesmo ato do deferimento.

Em virtude das expressões utilizadas no art. 52, doutrina e jurisprudência não adotam posicionamentos uníssonos, observando-se nítida polarização entre duas linhas principais: a que entende pela impossibilidade de o julgador analisar o mérito dos documentos e informações apresentados pela recuperanda; e a que afirma que o magistrado possui tal poder, não apenas podendo, mas devendo avaliar a viabilidade econômica da empresa que pede a recuperação, previamente ao deferimento do pedido de recuperação judicial.

### 2.2.2 Doutrina

O entendimento majoritário e praticamente cediço na doutrina interpreta o art. 52 da LREF no sentido da impossibilidade

de o juiz analisar o mérito das questões no momento do deferimento do pedido de recuperação judicial, devendo apenas verificar se as formalidades exigidas pelo art. 51 da LREF foram cumpridas. Fábio Ulhoa Coelho esclarece essa questão ao afirmar que “o juiz não está em condições de adentrar no mérito da exposição ao despachar a petição inicial de pedido de recuperação judicial. Desde que apresentado o diagnóstico, atende-se à lei”.<sup>24</sup>

Ricardo Negrão<sup>25</sup> segue o mesmo entendimento ao afirmar que no momento de realização da petição inicial não cabe ao juiz analisar a matéria de fundo. Deve-se apenas verificar o atendimento aos aspectos formais, que são o cumprimento dos requisitos e impedimentos e a regular instrução do pedido.

Mais recentemente, no entanto, alguns autores, em claro alinhamento com a doutrina institucionalista, vêm reforçando a necessidade de reinterpretar esses dispositivos levando em consideração as consequências da aplicação dos princípios da preservação da empresa e da função social da empresa. Nesse sentido, Raquel Sztajn<sup>26</sup> aponta que o art. 47 da LREF não pode ser interpretado de forma assistencialista.<sup>27</sup> Sheila Neder Cere-

24. Fábio Ulhoa Coelho, *Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, cit., 6ª ed., p. 146.

25. Ricardo Negrão, *Manual de Direito Comercial e de Empresa*, 7ª ed., vol. 3, São Paulo, Saraiva, 2012, p. 136.

26. Rachel Sztajn, in Francisco Satiro de Souza Jr. e Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*, 2ª ed., São Paulo, Ed. RT, 2007, pp. 223-224.

27. O assistencialismo a que se refere a autora envolve uma luta desenfreada pela manutenção de empregos no âmbito da empresa em recuperação. A existência da empresa deve, sim, caminhar junto à criação de postos de trabalho e respeito à coletividade, mas uma empresa economicamente viável é aquela que alcança isso com pouco ou nenhum esforço. Portanto, esquemas meramente assistencialistas deverão ser combatidos por planos de recuperação mais claros e fundamentados, demonstrando a viabilidade da empresa.

continuismo prescrito pela Lei n. 11.101/2005”, cit., *RDM* 151/58.

zetti, por sua vez, complementa essa questão afirmando que “a função social da empresa passa a ser identificada em situações em que, não obstante a crise, a empresa pode ser caracterizada como um organismo economicamente viável por meio da recuperação”.<sup>28</sup> Trata-se, portanto, da interpretação desse dispositivo no sentido de que apenas se deve procurar recuperar as empresas consideradas economicamente viáveis.

Esta interpretação é utilizada por Haroldo Malheiros Verçosa<sup>29</sup> na análise do art. 58 da LREF, cuja interpretação pode ser aplicada analogamente ao art. 52, objeto desta seção. Para Verçosa o dispositivo deve ser interpretado de acordo com o objetivo global da LREF. Apenas empresas recuperáveis atendem a uma função social, e, portanto, apenas estas devem ter seu plano de recuperação judicial concedido pelo julgador; e, conseqüentemente, apenas essas empresas, que desde logo tragam elementos minimamente críveis da possibilidade de sua recuperação, poderiam ter seu pedido de recuperação judicial deferido pelo magistrado.

Daniel Carnio Costa<sup>30</sup> também adota esse entendimento. Para o Magistrado paulista já não é possível interpretar o art. 51 da LREF como mera lista de itens a serem cumpridos em uma espécie de *check-list*, pois tal atitude pode levar ao deferimento do processamento do pedido de recuperação judicial para empresas economicamente in-

viáveis. Sendo assim, e em cumprimento à finalidade de preservar os benefícios sociais que decorrem da atividade empresarial, cabe ao juiz analisar, em juízo preliminar, os documentos apresentados, para verificar se aquela empresa é, ou não, economicamente viável. Para Costa não se trata de uma questão de beneficiar o credor ou o devedor, e, sim, de garantir o cumprimento das finalidades da LREF.

### 2.2.3 Jurisprudência

A análise da jurisprudência do TJSP mostra que a orientação consolidada era no sentido de que o comando do art. 52 da LREF impunha a análise formal, e não material, dos documentos e informações indicados no art. 51.<sup>31</sup> Entretanto, em casos mais recentes os Juízes passaram a exigir que a empresa demonstrasse sua viabilidade econômica para o deferimento do processamento do pedido de recuperação judicial.<sup>32</sup> Percebe-se, assim, que esta questão não está pacificada, e decisões opostas são dadas para casos muito parecidos. A partir da análise de algumas dezenas de acórdãos foi possível perceber duas fundamentações muito comuns, aqui tratadas considerando os dois precedentes abaixo apresentados.

No caso da “Destilaria Santa Fany”,<sup>33</sup> após decisão de primeira instância que determinou realização de perícia para verificar a viabilidade econômica da empresa, esta recorreu, alegando que, nos termos dos arts.

28. Sheila Neder Cerezetti, *A Recuperação Judicial de Sociedades por Ações. O Princípio da Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência*, cit., p. 213.

29. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, in Sheila C. Neder Cerezetti e Emanuelle Urbano Maffioletti (orgs.), *Dez Anos da Lei n. 11.101/2005: Estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*, 1ª ed., São Paulo, Livraria Almedina, 2015, p. 359.

30. Gustavo Lacerda Franco, “Entrevista: Daniel Carnio Costa e Paulo Furtado de Oliveira Filho: os Magistrados apresentam à *Comercialista* seu entendimento sobre temas polêmicos no direito das empresas em crise”, *Revista Comercialista* 5/7-23, n. 13, São Paulo, maio/2015.

31. Neste sentido, do TJSP: AI 9045188-53.2006.8.26.0000; AI 9070568-10.2008.8.26.0000; AI 0282242-23.2009.8.26.0000; AI 2053512-73.2014.8.26.0000; AI 2108212-62.2015.8.26.0000.

32. Neste sentido, do TJSP: ACi 9286971-70.2008.8.26.0000; ACi 0016025-36.2010.8.26.0100; ACi 1006058-41.2013.8.26.0068; AI 0194436-42.2012.8.26.0000; AI 2058626-90.2014.8.26.0000; AI 2090566-39.2015.8.26.0000; AI 2008754-72.2015.8.26.0000.

33. TJSP, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais, AI 994.09.282242-5, rel. Des. Pereira Calças, j. 6.4.2010.



48 e 51 da LREF, cumpridas as exigências formais impostas, não cabe ao magistrado apreciar o mérito ou a realidade das demonstrações contábeis.

O TJSP acolheu o pedido da empresa, afirmando que não compete ao juiz aferir a realidade das informações financeiras e contábeis, tarefa que se insere na esfera de atuação da assembleia-geral de credores e do administrador judicial. Afirmou que o juiz deve apenas verificar a legitimidade para o pedido de recuperação judicial e os demais aspectos formais da petição inicial, sendo o exame da documentação que instrui a petição inicial tão somente formal – e não material ou real.<sup>34</sup>

Já, no caso “Zettateck”,<sup>35</sup> que tem contexto muito semelhante ao da “Destilaria Santa Fany”, a decisão foi bem diferente. A devedora agravou de decisão na qual se condicionou o deferimento do processamento do pedido de recuperação judicial à veracidade dos balanços apresentados e à verificação da capacidade econômica da empresa, nomeando-se, para tanto, um perito. A empresa alegou ter apresentado todos os documentos exigidos pelos arts. 48 e 51 da LREF e defendeu que o deferimento do processamento do pedido depende exclusivamente da análise de requisitos formais e objetivos. De acordo com a empresa, a iniciativa de investigar a necessidade ou viabilidade do pedido de recuperação submeteria o pedido a exame não previsto em lei.

34. “(...) Apresentada a petição inicial de recuperação judicial com todos os documentos exigidos pelo art. 51 da Lei n. 11.101/2005, deve o juiz realizar exame formal da documentação e, estando ela em ordem, deferir o processamento. Tem sido proclamado que não compete ao juiz aferir a realidade das informações financeiras e contábeis que a devedora anexa à exordial, tema que se insere na esfera de atuação da assembleia-geral de credores, do administrador judicial, na fase preliminar do pedido” (fls. 3-4).

35. TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 2058626-90.2014.8.26.0000, rel. Des. Teixeira Leite, j. 3.7.2014.

O TJSP rejeitou a tese de “Zettateck”. Em relação à nomeação de perito, entendeu que, por mais que o art. 52 da LREF seja impositivo ao afirmar que “o juiz deferirá o processamento da recuperação judicial”, o art. 51, II, da LREF exige que as demonstrações contábeis sejam regulares, e, uma vez que o julgador não possui formação técnica em Contabilidade, a determinação de um perito é admitida. Ressalta que, ainda que o exame aprofundado da situação financeira das empresas deva ser realizado pelos credores, ao juiz é atribuído o exame sumário da regularidade dos documentos, o que só pode realizar com assistência de profissional da área.

Conforme o exposto, é possível verificar que as decisões são exemplos claros da polarização que há na interpretação dos arts. 51 e 52 da LREF, não sendo possível, até o presente momento, extrair uma única tendência jurisprudencial.

#### 2.2.4 Análise crítica

A análise da doutrina e da jurisprudência, portanto, resulta na percepção de duas linhas de entendimento. De um lado, há uma visão segundo a qual o juiz deve ter uma atuação mais ativa quando da análise da documentação fornecida pela empresa. As decisões mais recentes apontam para a necessidade de verificar a viabilidade da empresa, podendo o juiz ser assessorado por técnicos especializados em matérias contábeis, de forma que a veracidade da documentação e das informações apresentadas possa ser apurada.<sup>36</sup> Adota-se uma linha que

36. “Recuperação judicial – Pedido de processamento – Determinação de realização de perícia prévia, para auxiliar o Juízo na apreciação da documentação contábil (art. 51, II, da LREF) e constatar a real situação de funcionamento da empresa – Possibilidade – Decisão mantida – Assistência técnica de perito permitida pela lei – Juiz que não dispõe de conhecimentos técnicos suficientes para

entende que a recuperação judicial não pode ser utilizada de forma abusiva, devendo ser instrumento cumpridor dos objetivos da LREF como um todo.

Por outro lado, diversos julgados trazem que, diante da apresentação de toda a documentação exigida pelo art. 51 da LREF, cabe ao magistrado apenas realizar uma análise formal, seguida do deferimento do processamento de recuperação judicial. Nas palavras de Pereira Calças, “a irrecuperabilidade real da empresa ou a inviabilidade econômica da recuperação não podem fundamentar recurso contra o deferimento do processamento da recuperação judicial”.<sup>37</sup>

A primeira linha tem seus méritos, ao ressaltar o aspecto econômico que permeia a LREF. Conforme argumentado nas decisões mais recentes do TJSP, o deferimento do pedido de processamento da recuperação judicial tem efeitos significativos, como a suspensão das ações e execuções contra a recuperanda (art. 52, III, da LREF). Logo, essa decisão deve ser tomada com cautela, e a verificação da veracidade das informações apresentadas seria essencial para que o TJSP concedesse esse benefício. De fato, parece

apreciar a regularidade da documentação contábil apresentada – Art. 189 da LREF c/c art. 145 do CPC [CPC/1973 – v. art. 156 do CPC/2015]. *Com relação à constatação da real situação de funcionamento das empresas, não pode o julgador mostrar-se indiferente diante de um caso concreto em que haja elementos robustos a apontar a inviabilidade da recuperação ou mesmo a utilização indevida e abusiva da benesse legal. O princípio da preservação da empresa não deve ser tratado como valor absoluto, mas sim aplicado com bom-senso e razoabilidade, modulado conforme a intenção do legislador e o espírito da lei* – Ativismo – Precedentes – Decisão de deferimento do processamento que irradia importantes efeitos na esfera jurídica de terceiros – Decisão integralmente mantida por seus próprios e jurídicos fundamentos – Recurso desprovido” (TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 2058626-90.2014.8.26.0000, rel. Des. Teixeira Leite, j. 3.7.2014 – grifos nossos).

37. TJSP, Câmara Especial de Falências e Recuperação Judicial, AI 9070568-10.2008.8.26.0000, rel. Des. Pereira Calças, j. 18.8.2009.

descabido que se conceda tal medida com base em informações falsas, prejudicando os credores em benefício de uma empresa de má-fé e inviável economicamente, que deve ser, com rapidez, retirada do mercado, para impedir um ainda maior alastramento dos prejuízos.

Ademais, é necessário considerar a influência da norma principiológica de retirada das empresas irrecuperáveis do mercado, corolário dos princípios da preservação e da função social da empresa. Por que se deferiria um pedido de processamento de recuperação de uma empresa que é claramente inviável? Será que a defesa da legalidade deve se sobrepor aos princípios de alta relevância econômica e social que constituem os objetivos últimos da LREF? O deferimento nesses casos não seria um retorno à transigência que levou o sistema de concordata a falhar?

Ao se buscar uma conclusão que parta de uma análise que englobe o texto legal, a doutrina e a jurisprudência, percebe-se que não há entendimento uniforme.

Uma análise puramente formal levaria à conclusão de que o juiz não está autorizado a analisar materialmente o conteúdo dos documentos apresentados, uma vez que o texto legal traz que o juiz “deferirá” o pedido quando presentes os documentos e informações prescritos no art. 51 da LREF. Fortalecendo essa hipótese, há a visão histórica da legislação, uma vez que o texto do Decreto-lei 7.661/1945, ao tratar da concordata, autorizava o juiz a analisar a veracidade dos documentos apresentados pela devedora.<sup>38</sup>

38. Decreto-lei 7.661/1945:

“Art. 161. Cumpridas as formalidades do artigo anterior, o escrivão fará, imediatamente, os autos conclusos ao juiz, que, se o pedido não estiver formulado nos termos da lei, não vier devidamente instruído, ou quando estiver inequivocamente caracterizada a fraude, declarará, dentro de 24 (vinte e quatro) horas, aberta a falência, observado o disposto no parágrafo único do art. 14 desta Lei.

“Art. 162. O juiz decretará a falência, dentro de 24 (vinte e quatro) horas e, se, em qualquer momento

Assim, a supressão de tal dispositivo seria um indicativo da intenção de centrar tal poder nas mãos dos credores, por meio de deliberação na assembleia-geral de credores.

Também colabora para a negação de tal possibilidade a ausência de conceito de “empresa economicamente viável” na LREF. Assim, qualquer decisão que se baseie nisso será permeada por um forte caráter subjetivo do julgador, que prejudicará a segurança jurídica.<sup>39</sup> Ainda que tal conceito existisse de maneira positivada, o uso de um critério objetivo acabaria ignorando a possibilidade de a assembleia-geral de credores agregar valor à empresa, tornando viável algo que era economicamente inviável. O juiz, ao indeferir o pedido de processamento da recuperação judicial, decide que a falência é mais benéfica aos credores e à sociedade do que a recuperação judicial.

Entretanto, ainda mais relevante é a lógica jurídica e econômica do sistema. Uma vez que (i) não existe disposição legal clara e definitiva a respeito da possibilidade, ou não, de o juiz analisar materialmente os documentos apresentados, (ii) como maneira de suprir tal lacuna existe norma principiológica que impõe que o sistema existe apenas para recuperar as empresas recuperáveis; (iii) o deferimento do pedido de recuperação judicial tem consequências significativas e traz gastos e prejuízos não só à empresa devedora, mas a terceiros; (iv) é possível apurar em concreto dados reveladores de que uma percentagem não expressiva de empresas efetivamente se recupera; conclui-se que o juiz deve, sim, poder analisar e decidir, em juízo preliminar,

do processo, houver pedido do devedor ou ficar provado: I – existência de qualquer dos impedimentos enumerados no art. 140; II – falta de qualquer das condições exigidas no art. 158; III – inexistência de qualquer dos documentos mencionados no parágrafo único do art. 159.”

39. Talvez por esse motivo nenhum dos acordões analisados que se referiam à “viabilidade econômica” de uma empresa apresentava alguma definição do conceito.

o mérito dos documentos e informações apresentados, previamente ao deferimento do processamento da recuperação judicial.

### *2.3 Possibilidade e adequação de o magistrado analisar o mérito das decisões da assembleia-geral de credores*

#### 2.3.1 Considerações introdutórias

Conforme o art. 35 da LREF, a assembleia-geral de credores tem como atribuição deliberar sobre a aprovação, rejeição ou modificação do plano de recuperação judicial apresentado pelo devedor (inciso I, “a”). Para que uma proposta seja aprovada, todas as classes de credores (art. 41) devem se declarar favoráveis, respeitando determinadas regras de quórum (art. 45). O art. 58 é claro ao determinar que, cumpridas as exigências da lei, “o juiz concederá a recuperação judicial”.

Paralelamente, em 2012 se determinou, na I Jornada de Direito Comercial, que a homologação do plano de recuperação judicial aprovado pelos credores estará sujeita ao controle judicial de legalidade (Enunciado 44<sup>40</sup>), podendo o magistrado, inclusive, desconsiderar votos de credores ou manifestações do devedor caso presente abuso de direito (Enunciado 45<sup>41</sup>). Ressaltou-se, também, que o juiz não pode deixar de homologar a recuperação com base em análises econômico-financeiras do plano de recuperação judicial aprovado pelos credores (Enunciado 46<sup>42</sup>).

40. “Enunciado n. 44: A homologação do plano de recuperação judicial aprovado pelos credores está sujeita ao controle judicial de legalidade.”

41. “Enunciado n. 45: O magistrado pode desconsiderar o voto de credores ou a manifestação de vontade do devedor, em razão de abuso de direito.”

42. “Enunciado n. 46: Não compete ao juiz deixar de conceder a recuperação judicial ou de homologar a extrajudicial com fundamento na análise econômico-financeira do plano de recuperação aprovado pelos credores.”

Tomando esses dispositivos legais como ponto de partida, algumas perguntas surgem. Pode o juiz revogar a decisão da assembleia-geral de credores? Em quais casos? Caso o faça, deve decretar a falência da empresa? Quais são os limites da análise do magistrado em relação à decisão assemblear?

### 2.3.2 Doutrina

Ainda que existam discordâncias na doutrina a respeito da possibilidade de análise da viabilidade econômica da recuperanda pelo juiz, existe consenso a respeito da necessidade de que se analise a legalidade do plano de recuperação judicial. Conforme preconizado por Beneti,<sup>43</sup> o controle jurisdicional deve operar nos casos em que o voto se fundamente em motivos “absolutamente aberrantes, evidentemente infundados, de mero capricho, ou por abuso de poder interno na assembleia”. A dificuldade apresenta-se na delimitação de tais parâmetros.

Para Borges Filho<sup>44</sup> os votos dos credores somente podem ser desconsiderados em casos de flagrante abusividade. Os casos indefinidos devem ser resolvidos a favor da decisão da assembleia-geral de credores, pela premissa da legalidade dos atos praticados. Além disso, o autor ressalta que qualquer decisão do juiz que busque anular uma decisão assemblear no todo ou em parte deve ser minuciosamente justificada. Em consonância, Munhoz<sup>45</sup> defende que a LREF não

dá ao juiz margem para discricionariedade: preenchidos os requisitos da lei, o plano de recuperação judicial aprovado pela assembleia-geral de credores deverá ser homologado; não preenchidos, a falência deverá ser decretada. A intervenção do magistrado, assim, estará limitada aos casos em que se notar que o credor desviou do interesse de satisfazer seu crédito, para determinar seu voto de acordo com interesses outros, como eliminar um concorrente.

Satiro<sup>46</sup> defende que os credores não possuem um interesse social comum de preservação da empresa, mas votam segundo seus próprios interesses, limitados somente pela boa-fé. Dessa maneira, os votos dos credores não podem ser desqualificados posteriormente em virtude da preservação da empresa, uma vez que ela jamais foi referência para a votação. A desqualificação do voto em função de seu conteúdo subjetivo ocorreria, portanto, “somente em casos excepcionais de má-fé, obtenção de vantagem indevida, busca de finalidades expressamente vedadas e devidamente confirmadas” – como quando um credor condiciona seu voto à contemplação de seu interesse pessoal, ferindo a *par conditio creditorum*.

Moreira,<sup>47</sup> por sua vez, adota posicionamento diametralmente oposto. Para ele, a desconsideração do interesse social pelo credor caracterizaria abuso, nos termos do art. 187 do CC. O que deve ocorrer, segundo

43. Sidnei Agostinho Beneti, “O processo da recuperação judicial”, in Luiz Fernando Valente de Paiva (org.), *Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*, São Paulo, Quartier Latin, 2005, p. 237.

44. Daltro de Campos Borges Filho, in Sheila C. Neder Cerezetti e Emanuelle Urbano Maffioletti (orgs.), *Dez Anos da Lei n. 11.101/2005: Estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*, cit., 1<sup>a</sup> ed., pp. 252-263.

45. Eduardo Secchi Munhoz, “Anotações sobre os limites do poder jurisdicional”, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 36, ano 10, São Paulo, Ed. RT, abril-junho/2007.

46. Francisco Satiro de Souza Jr., in Rodrigo R. Monteiro de Castro, Walfrido Jorge Warde Jr. e Carolina Dias Tavares Guerreiro (orgs.), *Direito Empresarial e outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*, São Paulo, Quartier Latin, 2013, pp. 101-114. No mesmo sentido: Sheila C. Neder Cerezetti, *A Recuperação Judicial de Sociedades por Ações. O Princípio da Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência*, cit., pp. 310-311.

47. Alberto Camina Moreira, in Sheila C. Neder Cerezetti e Emanuelle Urbano Maffioletti (orgs.), *Dez Anos da Lei n. 11.101/2005: Estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*, cit., 1<sup>a</sup> ed., pp. 186-199.

o autor, é a conciliação entre o fim social e os interesses próprios do credor, cujo voto será posteriormente analisado “à luz dos princípios gerais do direito privado, como boa-fé, abuso de direito, função social e princípio da preservação da empresa”, em especial quando o credor é o único da classe.

Por fim, Batista, Campana Filho, Miyazaki e Cerezetti<sup>48</sup> apresentam uma análise da possibilidade de o juiz apreciar o mérito do plano de recuperação judicial já aprovado em assembleia com vistas à proteção do credor minoritário, supostamente prejudicado pela deliberação assemblear. Se não fosse permitida qualquer apreciação, os credores minoritários ficariam sem quaisquer garantias, enquanto uma atuação completamente livre poderia criar uma interferência judicial muito ampla no plano, prejudicando a segurança jurídica.

Com inspiração no Direito estrangeiro, são propostos por tais autores dois critérios de análise: o *best interest of creditors* e a *un-fair discrimination*. O primeiro consiste em exigir o pagamento aos credores dissidentes de, no mínimo, o valor equivalente ao que receberiam em situação de liquidação. Já, o segundo consiste em uma proteção mínima ao credor, garantindo que ele não receberá proporcionalmente menos do que os titulares de créditos semelhantes.<sup>49</sup> Esses dois critérios não deveriam ser aplicados cumulativamente,<sup>50</sup> pois seria criada uma proteção excessiva

que daria muitos poderes ao credor minoritário. Deveriam ser aplicados alternativamente, o que seria consoante com a orientação pró-recuperação judicial da LREF.

### 2.3.3 Jurisprudência

Analisando os julgados do TJSP, nota-se a existência de dois posicionamentos acerca da possibilidade de o juiz analisar as decisões da assembleia-geral de credores.

A linha predominante, principalmente nos últimos dois anos, é aquela que segue o entendimento<sup>51</sup> do STJ, em decisão paradigmática realizada em 2012.<sup>52</sup> Nela se discute a possibilidade de o julgador reconhecer a ineficácia de uma cláusula do plano de recuperação judicial aprovado pela assembleia e a possibilidade de controle judicial das deliberações como um todo, tendo sido concluído que a vontade dos credores reunidos em assembleia-geral de credores sempre deverá ser respeitada, desde que observados os limites legais. Ao Judiciário cabe realizar apenas um exame da licitude das providências realizadas em assembleia, para verificar se a manifestação da vontade segue as determinações do art. 104 do CC.

Seguindo este entendimento, destaca-se caso recente, de relatoria do Des. Teixeira Leite.<sup>53</sup> Neste, o Banco do Brasil agravou de decisão que homologou o plano de recuperação judicial das empresas do grupo “Sifco Metals Participações Ltda.”, alegando que as condições deste prejudicavam os interesses dos credores e caracterizavam enriquecimento ilícito das recuperandas. Pediram o provimento do recurso para que o plano de

48. Carolina Batista, Paulo Campana Filho, Renata Miyazaki e Sheila C. Neder Cerezetti, “A prevalência da vontade da assembleia-geral de credores em questão: o *cram down* e a apreciação judicial do plano aprovado por todas as classes”, *RDM* 143/202-242 (Nova Série), ano XLV, São Paulo, Malheiros Editores, julho-setembro/2006.

49. Trata-se de consequência da aplicação do princípio da *par conditio creditorum* dentro de uma mesma classe.

50. Carolina Batista, Paulo Campana Filho, Renata Miyazaki e Sheila C. Neder Cerezetti, “A prevalência da vontade da assembleia-geral de credores em questão: o *cram down* e a apreciação judicial do plano aprovado por todas as classes”, cit., *RDM* 143/226.

51. No mesmo sentido, do TJSP: AI2002081-29.2016.8.26.0000; AI2109760-25.2015.8.26.0000; AI2145545-82.2014.8.26.0000.

52. STJ, 3ª Turma, REsp 1.314.209-SP, rela. Min. Nancy Andrigli, j. 22.5.2012.

53. TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 2215476-41.2015.8.26.0000, rel. Des. Teixeira Leite, j. 24.2.2016.

recuperação judicial fosse reformulado. O recurso não foi provido, pois se entendeu que a LREF conferiu à assembleia-geral de credores o poder de deliberar sobre a aprovação, rejeição ou modificação do plano (art. 35, I, “a”). Nesse sentido, as decisões assembleares são soberanas, embora não sejam absolutas.<sup>54</sup>

Uma segunda linha de raciocínio entende que cabe ao juiz analisar não apenas a legalidade estrita do plano de recuperação judicial, mas também sua razoabilidade e uma real intenção de cumprir com a meta da recuperação judicial.<sup>55</sup> Para este grupo o juiz é autorizado a realizar uma análise dos aspectos materiais das cláusulas do plano.

O caso “Gyotoku” é paradigmático nesse entendimento.<sup>56</sup> Tratou-se de agravo interposto pelo Itaú BBA contra a Cerâmica Gyotoku Ltda., alegando que o plano de recuperação judicial aprovado era abusivo. Dentre suas previsões, estimava que a dívida completa seria paga em 18 anos e se, ao fim desse período, ainda restasse saldo a ser pago ele seria simplesmente perdoado – algo jamais antes admitido pelo Judiciário. Tais propostas violariam o direito de propriedade dos titulares dos créditos e afrontariam princípios gerais do Direito, como a razoabilidade e a proporcionalidade, além de ser

claro exemplo de aproveitamento da própria torpeza.

O Des. Pereira Calças, Relator do caso, deu razão à agravante, afirmando que “o plano aprovado pela assembleia-geral de credores alberga graves violações aos clássicos princípios gerais do Direito, a diversos princípios constitucionais e às regras de ordem pública”. Nesses casos, é dever do Judiciário deixar de homologar o plano de recuperação judicial, visto que a assembleia-geral de credores só é soberana quando cumpre as determinações principiológicas e constitucionais do sistema jurídico.

Destaca-se, ainda, que o Des. Pereira Calças, ao afirmar que o pagamento do passivo não poderá ser proposto em parcelas ínfimas por muitos anos, como ocorre no caso, pois o sacrifício imposto às credoras seria superior ao que exigiria a falência, realiza nítida análise do mérito das cláusulas do plano de recuperação judicial. Logo, um plano proposto dessa forma seria um indicativo claro de que a recuperanda não é economicamente viável, requisito para a concessão da recuperação judicial. O Relator afirma, em seguida, que, se “as deliberações da assembleia-geral forem maculadas por vícios, fraudes, simulações, manipulações, inverdades ou violações aos princípios morais, éticos, constitucionais ou às regras legais, devem ser nulificadas de ofício pelo Poder Judiciário”. Em conclusão, é declarada a nulidade do plano de recuperação judicial previamente aprovado em decisão assemblear, determinando que seja apresentado um novo plano em 30 dias, o qual “atenda aos requisitos acima referidos, especialmente o tratamento isonômico dos credores integrantes da mesma classe”.<sup>57</sup>

Por fim, cabe destacar que a LREF prevê a possibilidade de o juiz superar a decisão da assembleia-geral de credores,

54. No mesmo sentido, do TJSP: AI 2111710-69.2015.8.26.0000; AI 2092603-39.2015.8.26.0000.

55. No mesmo sentido: TJSP, AI 2257706-98.2015.8.26.0000.

56. TJSP, Câmara Especial de Falências e Recuperação Judicial, AI 0136362-29.2011.8.26.0000, rel. Des. Pereira Calças, j. 28.2.2012. Em sentido análogo o caso: TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 2178670-07.2015.8.26.0000, rel. Des. Ricardo Negrão, j. 29.2.2016; o Des. Ricardo Negrão também faz um exame mais detalhado do conteúdo material do plano de recuperação judicial. Novamente aponta-se para o aspecto abusivo da alongada previsão de pagamento dos créditos e para a ilegalidade da ausência de correção monetária. Para o Relator, “a carência pretendida, o deságio e o não pagamento da taxa legal de juros moratórios correspondem a perdão de dívida que os credores não aderentes não são obrigados a admitir”.

57. TJSP, Câmara Especial de Falências e Recuperação Judicial, AI 0136362-29.2011.8.26.0000, rel. Des. Pereira Calças, j. 28.2.2012.

homologando plano de recuperação judicial que tenha sido vetado por uma classe de credores. Trata-se, por exemplo, da situação de *cram down*, disciplinada no art. 58, §§ 1º e 2º, e que será abordada em seção específica deste trabalho.

### 2.3.4 Análise crítica

Inicialmente, é de se destacar o princípio que norteia toda a LREF, qual seja, o da preservação das empresas. No entanto, como já apontado anteriormente, ele busca atender aos interesses da economia e da sociedade, e, assim, apenas devem ser preservadas as empresas que são efetivamente recuperáveis e que poderão cumprir sua função social. Nesse sentido, é compreensível que decisões como a do Des. Pereira Calças busquem analisar além dos aspectos puramente formais do plano de recuperação judicial.

O que se deve questionar, porém, é a forma como isso tem sido feito. O que é *viabilidade econômica*? Quais são os parâmetros para que se considere uma empresa recuperável ou não? E, além disso, porque se recusaria um plano com base na irrecuperabilidade de uma empresa para, em seguida, se requerer que ela apresente novo plano? Esses são todos questionamentos que ainda não foram enfrentados pela doutrina e pela jurisprudência com vigor.

Com efeito, extrai-se das fontes analisadas que o juiz indiscutivelmente tem poder para analisar questões de legalidade no plano de recuperação judicial, verificando se os requisitos de validade e demais determinações formais da LREF foram cumpridos. Também tem poder para averiguar potenciais comportamentos abusivos por parte dos credores reunidos na assembleia-geral de credores, aplicando, por exemplo, o *cram down* quando ficar evidente que determinada classe de credores não foi favorável à recuperação apenas por interesses egoísticos.

Conforme mencionado por Batista, Campana Filho, Miyazaki e Cerezetti, porém, a atuação do magistrado não pode ser balizada em referenciais vagos como a viabilidade econômica. A concessão ou recusa da recuperação deverá sempre depender de parâmetros claros e definidos – pode-se até determinar que a viabilidade econômica será um critério, por exemplo, mas ela deverá ser conceituada e demonstrada, com o auxílio de um perito especializado. Do contrário a análise de aspectos materiais poderá depender da mera subjetividade do julgador, prejudicando a segurança jurídica e a própria assembleia-geral de credores.

Além disso, é necessário que as decisões tenham coerência: se a empresa é recuperável, deve ter sua falência decretada, em cumprimento à lógica de evitar o alastramento de prejuízos em todo o mercado.

### 2.4 *Voto abusivo do credor para a rejeição do plano de recuperação judicial, no caso de o plano ser mais benéfico que a falência da recuperanda*

#### 2.4.1 Considerações introdutórias

O abuso do direito de voto pelo credor na assembleia-geral de credores, quando da aprovação do plano de recuperação judicial, consiste em um dos mais importantes temas relacionados ao direito concursal. O tema ganha ainda maior destaque quando o abuso do direito de voto se dá nas hipóteses em que o plano de recuperação judicial se apresenta claramente mais benéfico que uma eventual falência da empresa devedora para o respectivo credor, e ainda assim esse vota pela sua rejeição.

A LREF deu grande importância à participação dos credores no processo de recuperação da empresa em crise. Conferiu a eles, inclusive, a possibilidade de conceder ou não a recuperação judicial, por meio do direito de voto que exercem na assembleia-

-geral de credores. Contudo, é errado pensar que a decisão dos credores é absoluta e não pode ser revista, pois, como defende Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, seus respectivos votos não podem ser exercidos sem limitação alguma, de modo desregrado ou antijurídico.<sup>58</sup> Nesse sentido, Jorge Lobo também argumenta que o controle desempenhado pelos magistrados, disposto no art. 58 da LREF, não é meramente homologatório, mas também deve entrar em questões materiais – como as que envolvem fraude, abuso de direito ou desrespeito à boa-fé objetiva.<sup>59</sup>

Seguindo esse pensamento, conforme já destacado, o Enunciado 44 da I Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal, onde se lê que “a homologação do plano de recuperação judicial aprovado pelos credores está sujeita ao controle judicial de legalidade”.<sup>60</sup> Dessa forma, não restam dúvidas de que, embora os votos dos credores sejam livres, eles devem observar os princípios e regras gerais do Direito e estão sujeitos a exame realizado *a posteriori* pelo Poder Judiciário.

O voto abusivo dos credores na assembleia-geral de credores é prática inaceitável e que deve ser frontalmente combatida. Tal prática possui como aspecto característico o *abuso de direito*, previsto no art. 187 CC – que ocorre quando um titular de um direito o exerce de forma manifestamente excessiva em relação aos limites impostos pelo seu fim

58. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, “Recuperação judicial, sociedades anônimas, debêntures, assembleia-geral de credores, liberdade de associação, boa-fé objetiva, abuso de direito, *cram down*, *par conditio creditorum*”, RDM 142/277, São Paulo, Malheiros Editores, 2006.

59. Jorge Lobo, in Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Carlos Henrique Abrão (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, 2ª ed., São Paulo, Saraiva, 2007, pp. 172-173.

60. TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 0099076-46.2013.8.26.0000, rel. Des. José Reynaldo, j. 3.2.2014, p. 3.

econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.<sup>61</sup> No caso, o abuso do direito de voto<sup>62</sup> se dá quando o credor não observa a boa-fé com o devedor, a função social da empresa, os usos e costumes e o dever de lealdade<sup>63</sup> entre os credores que integram a comunhão de interesses.<sup>64</sup>

As hipóteses mais comuns de abuso do direito de voto são as que refletem (i) *abuso positivo* ou (ii) *abuso negativo*. A primeira se dá quando o credor se vale desse seu direito para obter vantagem particular ou para impor aos demais credores uma deliberação que lhes seja prejudicial.<sup>65</sup> A segunda ocorre quando um credor rejeita o plano de recuperação judicial de uma empresa visivelmente recuperável, sem nenhum fundamento legítimo para tanto – assumindo uma posição de obstrução.<sup>66</sup>

E caso ocorra um perceptível abuso do direito de voto, o que deve ser feito? Tendo em vista o caráter ilícito de tal abuso, o voto será nulo (art. 166, II, do CC). Sendo assim, o credor que proferiu o voto deve ser excluído do cômputo do quórum de aprovação e a contagem deve ser feita sem sua participação – restando os votos dos demais

61. TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 0099076-46.2013.8.26.0000, rel. Des. José Reynaldo, j. 3.2.2014, fls. 6.

62. Gabriel Saad Buschinelli, *Abuso do Direito de Voto na Assembleia-Geral de Credores*, dissertação de Mestrado em Direito Comercial/Faculdade de Direito da USP, São Paulo, 2013, p. 148.

63. “Subsistem deveres de lealdade entre os credores; que o dever de lealdade é um dos limites impostos ao exercício de direitos; e que o credor que desrespeita seu dever de lealdade para com os demais credores abusa do seu direito de voto” (Gabriel Saad Buschinelli, *Abuso do Direito de Voto na Assembleia-Geral de Credores*, cit., p. 150).

64. “Comunhão de credores é a coletividade em que cada integrante busca a satisfação do seu crédito” (Gabriel Saad Buschinelli, *Abuso do Direito de Voto na Assembleia-Geral de Credores*, cit., p. 150).

65. Gabriel Saad Buschinelli, *Abuso do Direito de Voto na Assembleia-Geral de Credores*, cit., p. 77.

66. Idem, p. 149.



credores.<sup>67</sup> Além disso, caso o exercício abusivo do voto tenha gerado prejuízos ao devedor, credores ou terceiros, aquele que votou de modo abusivo deve repará-los – à luz da responsabilidade civil (arts. 186, 187 e 927 do CC).

Desse modo, para que a LREF seja aplicada da melhor forma possível – exercendo seu essencial papel de preservar as empresas recuperáveis, levando em consideração sua importância para a sociedade e para a economia –, faz-se necessário que o Direito coíba práticas abusivas. Nesse sentido, é imprescindível que o Poder Judiciário analise a legalidade das decisões da assembleia-geral de credores, para evitar vícios e aumentar a eficácia do instituto da recuperação judicial de empresas.

#### 2.4.2 Doutrina

Os credores, ao abusarem do direito de voto na assembleia-geral de credores, prejudicam imensamente a devida aplicação da LREF. As principais hipóteses de sua ocorrência são o abuso positivo e o abuso negativo de tal direito. Em primeiro lugar, quanto ao abuso positivo, tem-se nos casos de: (i) exercício do voto mediante contraprestação; (ii) abuso do direito de voto por tratativas com o devedor; (iii) cessão de crédito; (iv) credor com créditos em mais de uma classe; e (v) credor concorrente. Em segundo lugar, quanto ao abuso negativo, resta avaliar quais são os critérios para identificá-lo e qual o melhor tratamento a ser concedido quando de sua presença. Passa-se, então, a analisar cada uma das modalidades de abuso de direito de voto.

##### 2.4.2.1 Abuso positivo do direito de voto – O abuso positivo do direito de voto

67. TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 0099076-46.2013.8.26.0000, rel. Des. José Reynaldo, j. 3.2.2014, p. 6.

ocorre quando o credor usa dessa prerrogativa para obter vantagem particular e escusa, o que contraria a comunhão de interesses e quebra o dever de lealdade para com os outros credores.

Em primeiro lugar, quando se pensa em (i) *exercício do voto mediante contraprestação*, tem-se que a LREF não trata diretamente da negociação de um credor com outros credores, mas apenas da negociação entre credor e devedor. Nesse sentido, tipifica atos que favorecem um credor específico, gerando prejuízo aos demais (art. 172 da LREF). Contudo, embora a LREF não expresse claramente um posicionamento sobre a questão, uma análise sistemática permite concluir que aquele credor que recebe contraprestação abusa do direito de voto, pois rompe a lealdade que deve ter para com os outros credores. Sendo assim, negócios como a venda de voto não são permitidos e podem ser considerados abuso.<sup>68</sup>

Em segundo lugar, ao analisarmos a questão do (ii) *abuso do direito de voto por tratativas com o devedor*, faz-se claro que, havendo a observância da boa-fé e da lealdade, não há problemas na negociação entre credor e devedor para aprovar o plano de recuperação judicial. Porém, é inadmissível que tal negociação seja feita lesando os interesses dos outros credores ou de terceiros. Essa questão já foi, inclusive, analisada pelo TJSP em decisão sobre a recuperação judicial da Bombril Holding S/A, em que se concluiu que não havia ilegalidade na negociação entre o devedor e um credor específico.<sup>69</sup>

Em terceiro lugar, a (iii) *cessão de crédito no âmbito recuperacional* não configura, por si só, um abuso de direito. Isso porque nem sempre aquele que adquire os créditos tem interesses escusos. E, além disso, não há

68. Gabriel Saad Buschinelli, *Abuso do Direito de Voto na Assembleia-Geral de Credores*, cit., pp. 82-88.

69. Idem, pp. 88-90.

como exigir que todos os credores suportem o ônus de uma recuperação judicial. No entanto, o que precisa ser combatido é que tal cessão seja feita visando, por exemplo, a impor determinado resultado para uma das classes de credores – podendo levar, inclusive, a uma rejeição injustificada do plano de recuperação judicial.<sup>70</sup>

Em quarto lugar, analisando a questão do (iv) *credor com créditos em mais de uma classe*, é necessário que se observe o dever de lealdade para com os credores de cada classe – de modo que aquele que tem créditos em mais de uma delas não vote meramente de acordo com seus interesses particulares, mas tendo em vista o que for melhor para cada uma das classes. Desse modo, ao participar de mais de uma classe de créditos, o credor deve votar de acordo com os interesses delas. Ele não deve, por exemplo, aceitar um grande prejuízo em uma para poder obter uma maior satisfação em outra.<sup>71</sup>

Em quinto lugar, em relação a um (v) *credor concorrente*, o exame da questão torna-se mais delicado, pois é difícil ter certeza de quando o credor estaria agindo de má-fé, para prejudicar seu concorrente e obter as vantagens de sua falência. Esse seria o caso de, por exemplo, uma empresa do setor alimentício que é credora de outra do mesmo ramo. O voto do credor concorrente não é necessariamente abusivo. Para descobrir se é, ou não, é preciso que, no caso concreto, se estude se haveria uma modificação na estrutura do mercado em magnitude suficiente para justificar que o credor concorrente busque a falência do devedor. Nesse caso, é imprescindível, ainda, que a má-fé do credor seja claramente perceptível.<sup>72</sup>

#### 2.4.2.2 Abuso negativo do direito de voto – O abuso negativo do direito de voto

ocorre nas hipóteses em que o credor assume uma postura de obstrução, rejeitando um plano de recuperação judicial que visivelmente não lhe é prejudicial, em especial sendo mais benéfico que a liquidação da empresa. Sobre o tema, cabe destacar que, por um lado, não há na LREF nenhum dispositivo que vede essa conduta, de modo que, se o plano traz alteração no crédito de um respectivo credor, este pode rejeitá-lo. Por outro lado, naturalmente, a ausência de vedação expressa não implica aval para situações em que essa obstrução se mostra notadamente abusiva, sendo que o Poder Judiciário precisou lidar com a questão e intervir.

Dessa forma, o mecanismo do *cram down* (arts. 45 e 58 da LREF), que será em seguida estudado, é uma das formas de superação, pelo magistrado, do obstáculo eventualmente imposto por determinada classe de credores frente às demais. Podem haver, contudo, mesmo diante da hipótese de incidência do *cram down*, situações em que seja necessário invalidar o voto de um credor, quando for manifestamente abusivo, para favorecer a aprovação do plano de recuperação judicial.

Para concluir que houve abuso negativo do direito de voto, o juiz deve seguir alguns critérios. O magistrado deve, assim, avaliar: (i) se o plano é, de fato, *viável*; (ii) se as medidas propostas pelo plano são realmente *aplicáveis*; e (iii) se é *provável* que a empresa conseguirá superar a crise econômico-financeira que lhe acomete. Ainda, restará verificar (iv) se o voto rejeitando o plano de recuperação judicial teve *fundamento legítimo* – fundamento, este, que estará ausente se a recuperação judicial possibilitar ao credor benefícios notadamente superiores aos que teria em caso de falência da devedora.<sup>73</sup> O magistrado pode, obviamente, valer-se de perícias para fundamentar sua decisão.

Cumpre destacar, ainda, que a intervenção do Poder Judiciário deve ser realizada

70. Idem, pp. 90-101.

71. Idem, pp. 106-108.

72. Idem, pp. 108-110.

73. Idem, p. 149.

em concordância com a maximização do princípio da preservação das empresas recuperáveis. Caso existam, os votos abusivos devem ser invalidados e não computados na contagem final. Fora isso, caso gere danos à recuperanda, a outros credores ou a terceiros, aquele credor que abusou do seu direito de voto deve ser obrigado a indenizar os prejudicados.

### 2.4.3 Jurisprudência

Analisando julgados do TJSP e do STJ, percebe-se que a questão do abuso do direito de voto do credor na assembleia-geral de credores ainda tem poucos precedentes, não possuindo uma jurisprudência consolidada. Além disso, em razão da dificuldade de aferição de critérios claros – e, preferencialmente, objetivos – para se declarar um voto como abusivo, os pedidos de anulação em grande parte foram dados como improcedentes. Entretanto, alguns merecem especial análise.

Um exemplo de decisão coerentemente fundamentada, com base na função social da empresa e no princípio da preservação das empresas recuperáveis, foi a proferida em um agravo de instrumento cujo relator foi o Des. Ricardo Negrão.<sup>74</sup> Nesse julgado, a recuperanda, enquanto agravante, pretendia o reconhecimento do abuso do direito de voto exercido pela mais relevante de suas credoras. Afirmava que, diante da situação do caso concreto, essa credora vinha prejudicando a coletividade, uma vez que estava rejeitando o plano de recuperação judicial com base em interesses egoísticos – podendo resultar na falência da devedora. O pedido foi julgado improcedente. Isso porque o Relator concluiu que, embora o voto da credora pudesse ser tido como abusivo, ele não agravou a crise econômico-financeira da devedora. O que

realmente tinha piorado a situação dela foram negócios equivocados conduzidos pela própria devedora.

Um segundo exemplo de decisão a respeito do tema é a proferida em outro agravo de instrumento, desta vez cuja relatoria foi do Des. José Reynaldo.<sup>75</sup> Nesse caso, a agravante queria revogar a aprovação de um plano de recuperação judicial que tinha sido homologado pelo Magistrado, apesar de rejeitado por parte dos credores de uma única classe existente (quirografários). O acórdão decide pela improcedência do pedido, mantendo a recuperação judicial. Para tanto, argumenta que, segundo o Enunciado 44 da I Jornada de Direito Comercial do CJP, a homologação do plano de recuperação está sujeita ao controle do Judiciário, complementando com a percepção de Bezerra Filho,<sup>76</sup> que defende que o poder da assembleia-geral de credores não afasta a tutela do poder jurisdicional, pois, embora os credores geralmente estejam visando à recuperação, podem surgir situações de conflito, e, nesses casos, o juiz deve intervir.

75. TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 0099076-46.2013.8.26.0000, rel. Des. José Reynaldo, j. 3.2.2014. Em sentido análogo destaca-se o seguinte julgado do STJ: REsp 1.347.411-RJ (2012/0208075-7) – no qual a credora interpôs um agravo de instrumento contra a decisão que homologou o plano de recuperação judicial, apesar da rejeição por parte dos credores. No caso, o Juízo *a quo* havia aplicado o *cram down* ao invalidar um voto tido como abusivo, sendo que: na classe 1 o plano foi aprovado; na classe 2 houve empate nos votos dos credores e aprovação na votação quanto aos créditos representados; na classe 3, excluindo-se o voto da credora, o plano foi aprovado. O que se entendeu, nesse caso, foi que a credora tinha tentado cobrar seu crédito diretamente dos devedores solidários, o que levou à caracterização do abuso de direito do seu voto e, conseqüentemente, à sua invalidação – uma vez que essa conduta afrontava os interesses dos demais credores, além de contrariar o princípio da preservação das empresas recuperáveis. A decisão do STJ foi por manter a recuperação judicial.

76. Manuel Justino Bezerra Filho, *Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, 9ª ed., São Paulo, Ed. RT, 2013, pp. 121, 122 e 172.

74. TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 0308398-77.2011.8.26.0000, rel. Des. Ricardo Negrão, j. 6.5.2013.

Ainda, em terceiro caso,<sup>77</sup> o TJSP lidou com uma situação em que a classe de credores com garantia real (classe II) era composta apenas por um credor, que rejeitou o plano de recuperação judicial. O Tribunal decidiu que o voto desse credor deveria ser anulado, uma vez que se configurava como abusivo. Para essa conclusão usou como critérios: (i) a grande aprovação pelas demais classes; (ii) a viabilidade da empresa; (iii) a função social da empresa em crise.

#### 2.4.4 Análise crítica

A LREF representa grande avanço na matéria concursal, trazendo entre as suas peculiaridades uma maior participação dos credores no processo de recuperação judicial, principalmente quando comparado com o extinto instituto da concordata. Os credores ganharam o notável poder de deliberar sobre a aprovação do plano de recuperação judicial, mediante votação na assembleia-geral de credores. Contudo, as decisões dos credores não são absolutas, uma vez que estão submetidas ao crivo do Poder Judiciário, que deve atuar com o intuito de garantir a preservação dos princípios norteadores da LREF – especialmente o princípio da preservação das empresas recuperáveis.

A doutrina, como visto, já discute critérios e situações em que o voto do credor se caracteriza como abusivo, e apresenta soluções para esses casos: (i) invalidação do voto e (ii) obrigação de reparar os danos causados. Com esses remédios se consegue suprimir inaceitáveis violações aos deveres de lealdade e de boa-fé, além de fomentar uma melhor aplicação da LREF.

Nesse sentido, os Tribunais analisados julgaram situações de manifesto abuso do direito de voto por parte de credores. Ao perceberem tais abusos, tanto positivos quanto

negativos, invalidaram os votos, tendo como consequência, em algumas hipóteses analisadas, a concessão da recuperação judicial. Isso porque a votação passa a ser contada sem o respectivo voto do credor que votou em desconformidade com a comunhão de interesses à qual está vinculado e deve necessariamente observar.

É cada vez mais claro que, para que a LREF seja aplicada da melhor forma possível, maximizando os efeitos positivos de seus institutos, o Poder Judiciário deve assumir uma postura ativa, coibindo situações que afrontem os princípios legais e constitucionais. Dentre essas situações, entende-se que o abuso do direito de voto é um dos casos que mais precisam ser combatidos.

### 2.5 O *cram down* e as alterações trazidas pela Lei Complementar 147/2014

#### 2.5.1 Considerações introdutórias:

o *cram down* no Direito Brasileiro e no Norte-Americano

O *cram down* é instituto que permite a aprovação do plano de recuperação judicial sem a aprovação unânime de todas as classes de credores. Deriva do Direito Norte-Americano, estando previsto no *Chapter 11, Section 1129(b)* do *Bankruptcy Code* de 1978,<sup>78</sup> e é apontado pela doutrina e pela jurisprudência norte-americanas como importante mecanismo de incentivo ao consenso entre os credores e a empresa devedora quanto ao plano de recuperação judicial: já

78. *Section 1129(b)(1)*: “Notwithstanding Section 510(a) of this title, if all of the applicable requirements of subsection (a) of this section other than paragraph (8) are met with respect to a plan, the court, on request of the proponent of the plan, shall confirm the plan notwithstanding the requirements of such paragraph if the plan does not discriminate unfairly, and is fair and equitable, with respect to each class of claims or interests that is impaired under, and has not accepted, the plan”.

77. TJSP, AI 649.192-4/2-00, rel. Des. Romeu Ricupero, j. 18.8.2009.

que o *cram down* permite a aprovação do plano sem a anuência de uma ou mais classes de credores, é de se esperar que, em razão desta possibilidade, as classes de credores se esforcem mais para chegar a um acordo quanto à aprovação ou rejeição do plano.<sup>79</sup> O Direito Norte-Americano, portanto, valoriza a negociação entre credores e devedores, dando ao juiz margem de discricionariedade considerável para aceitar o plano de recuperação mesmo quando não há concordância de todos os credores, com a finalidade de impedir que prevaleçam interesses individuais de uma ou mais classes sobre o interesse de preservação e de recuperação de empresas economicamente viáveis.

O *cram down* presente na LREF inspira-se no modelo norte-americano. A lei prioriza a negociação estruturada entre credores e devedor, de modo a conceder a proteção dos interesses dos credores com relação a seus créditos e, ao mesmo tempo, atender ao princípio da preservação da empresa. O *cram down* é consagrado no art. 58, § 1º,

79. Sobre a importância do *cram down* no processo de recuperação judicial norte-americano, Charles D. Booth diz que “the cram down is one of the new provisions included in the Code to facilitate the confirmation of a plan in the face of the opposition by one or more classes. Perhaps more importantly, most commentators view the inclusion of cram down provisions as favoring settlement, since the complexity and risks involved in a cram down should encourage compromise and bargaining among the debtor, creditors and equity holders”. Neste sentido, interessante também a afirmação de Richard F. Broude de que o *cram down* funcionaria como uma tática de intimidação direcionada aos credores: “The risks of failure to reach settlement are so great, and the possible negative impact on the imposition of the cram down are so significant, that the cram down power is used more as a threat than as a club actually employed in confirming a plan of reorganization. Further, in an arena where time is often more important than the ideal result, the delay caused by invocation of the cram down power is likely to result in harm to all” (Charles D. Booth, “The cram down on secured creditors: an impetus toward settlement”, *The American Bankruptcy Law Journal* 60/69-70, n. 1, 1986).

da LREF,<sup>80</sup> que prescreve que o juiz poderá aprovar plano de recuperação judicial que não tenha contado com aprovação de todas as classes de credores, na forma de seu art. 45, desde que na assembleia-geral de credores o plano tenha obtido: (i) voto favorável de credores que representem mais da metade do valor de todos os créditos presentes em assembleia; (ii) aprovação de ao menos duas classes de credores, quando houver três, ou uma classe de credores, quando houver duas, na forma do art. 45 da LREF; e (iii) voto favorável de mais de um terço dos credores da classe que tenha rejeitado o plano, na forma dos §§ 1º e 2º do mencionado art. 45. O plano de recuperação judicial, contudo, não pode ser aprovado pelo juiz, por meio do *cram down*, caso fique evidente que ele atribui tratamento diferenciado entre os credores da classe que o houver rejeitado.

Entretanto, nota-se que, mesmo tendo inspiração no modelo norte-americano, o *cram down* do Direito Brasileiro, levando-se em conta a literalidade do dispositivo

#### 80. LREF:

“Art. 58. Cumpridas as exigências desta Lei, o juiz concederá a recuperação judicial do devedor cujo plano não tenha sofrido objeção de credor nos termos do art. 55 desta Lei ou tenha sido aprovado pela assembleia-geral de credores na forma do art. 45 desta Lei.

“§ 1º. O juiz poderá conceder a recuperação judicial com base em plano que não obteve aprovação na forma do art. 45 desta Lei, desde que, na mesma assembleia, tenha obtido, de forma cumulativa: I – o voto favorável de credores que representem mais da metade do valor de todos os créditos presentes à assembleia, independentemente de classes; II – a aprovação de duas das classes de credores nos termos do art. 45 desta Lei ou, caso haja somente duas classes com credores votantes, a aprovação de pelo menos uma delas; III – na classe que o houver rejeitado, o voto favorável de mais de 1/3 (um terço) dos credores, computados na forma dos §§ 1º e 2º do art. 45 desta Lei.

“§ 2º. A recuperação judicial somente poderá ser concedida com base no § 1º deste artigo se o plano não implicar tratamento diferenciado entre os credores da classe que o houver rejeitado.”

supracitado, dá muito menos discricionariedade ao juiz para aprovação do plano. No modelo norte-americano o requisito que o juiz deve observar para aprovar, ou não, o plano por meio do *cram down* é a verificação de tratamento justo e equitativo (*fair and equitable treatment*) quanto a todas as classes de credores pelo mesmo, sem nenhuma discriminação (*unfair discrimination*), determinando a *Section 1129(b)(2)* o que se considera, ou não, tratamento justo e equitativo. A este respeito, Eduardo Secchi Munhoz defende que o *fair and equitable treatment* diz respeito às relações verticais, ou seja, entre credores de classes diversas, enquanto a *unfair discrimination* diz respeito a relações horizontais, entre credores sujeitos às mesmas condições,<sup>81</sup> em plena consonância com o princípio da *par conditio creditorum* consolidado no Brasil.

A preocupação com a ausência de tratamento discriminatório entre as classes de credores é consagrada no § 2º do art. 58 da LREF, mas, enquanto a Lei Falimentar brasileira se preocupa adicionalmente com a instituição de quóruns de aprovação de credores para que seja possível a homologação do juiz, a lei norte-americana contenta-se com a vedação do tratamento desigual entre as classes, considerando a ausência de tal tratamento suficiente para a potencial aprovação do plano pelo magistrado. Nesse aspecto consistem a principal diferença entre os sistemas e, como se demonstrará adiante, o maior equívoco da LREF.

A LREF, mesmo quando da aplicação do *cram down*, atribui importância considerável ao que é decidido pela assembleia-geral de credores,<sup>82</sup> não concedendo ao juiz muito

81. Eduardo Secchi Munhoz, “Comentários ao art. 58”, in Francisco Satiro de Souza Jr. e Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*, cit., 2ª ed., pp. 289-290.

82. Neste sentido, Paulo Furtado de Oliveira Filho e Daniel Carnio Costa, Juizes das Varas Especializadas de Recuperação e Falências do TJSP,

espaço para avaliar a viabilidade econômico-financeira da empresa ou o mérito das cláusulas do plano de recuperação judicial.<sup>83</sup>

## 2.5.2 Jurisprudência

É escassa a jurisprudência que discuta detalhadamente o conceito de *cram down* e a racionalidade por trás do instituto.<sup>84</sup> Enxerga-se, contudo, tendência jurisprudencial no sentido da relativização dos requisitos legais necessários à aplicação do instituto com fundamento no princípio da preservação da em-

atestam que a soberania da assembleia de credores na lei atual é relativa, mas no sentido de que ao juiz compete a avaliação da regularidade das decisões tomadas em assembleia (da mesma forma que procederá à avaliação das condições de existência, validade e eficácia de um negócio jurídico qualquer) (*Revista Comercialista* 5/15-16, n. 13, São Paulo, maio/2015).

83. “Em outras palavras, o art. 58, § 1º, acaba por criar um quórum alternativo para a aprovação do plano pela assembleia-geral, além daquele previsto no art. 45. Alguns poderiam apontar, como diferença entre os dispositivos, o fato de que o juiz, no caso do art. 45, estaria obrigado a conceder a recuperação, ao passo que na hipótese regulada pelo § 1º do art. 58 teria a discricionariedade de fazê-lo, desde que outros elementos formassem sua convicção no sentido da viabilidade da consecução dos objetivos da recuperação definidos no art. 47. Essa interpretação poderia fundar-se na expressão ‘poderá’, que é empregada pelo § 1º do art. 58. Contudo, ante a falta de outros critérios definidos pela lei para que o juiz possa aprovar ou rejeitar o plano, essa não parece constituir a melhor interpretação do § 1º do art. 58. A interpretação sistemática da lei leva a concluir que, estando presentes os requisitos previstos nos incisos I a III do § 1º e no § 2º do art. 58, o juiz não poderá deixar de conceder a recuperação, superando, portanto, o veto apresentado por uma classe de credores” (Eduardo Secchi Munhoz, “Comentários ao art. 58”, cit., in Francisco Satiro de Souza Jr. e Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*, cit., 2ª ed., p. 289).

84. Foram analisadas decisões judiciais sobre o tema nos Tribunais de Justiça de São Paulo/TJSP, Rio de Janeiro/TJRJ, Rio Grande do Sul/TJRS e também no Superior Tribunal de Justiça/STJ.

presa. Confirma-se nos tribunais que a forma como o *cram down* está previsto no Direito Brasileiro – com uma rigidez desnecessária, decorrente principalmente da preocupação do legislador com quóruns especiais de deliberação – inviabiliza sua aplicação prática e, conseqüentemente, a máxima efetivação do princípio da preservação da empresa viável. O *cram down* é um dos mecanismos dos quais dispõe a lei para promover a concretização de tal princípio, estando profundamente ligado ao reconhecimento da função social da atividade empresarial e de seu potencial de gerar empregos e produzir benefícios para a coletividade ao mesmo tempo que para a economia.

Desta forma, em virtude do posicionamento adotado pelo legislador, a jurisprudência tem tomado a iniciativa de relativizar os requisitos para a aplicação do *cram down* a fim de permitir que este mantenha sua funcionalidade no processo de recuperação judicial. Nota-se, portanto, que, apesar de o texto do art. 58 da LREF não conceder tanta discricionariedade ao juiz quanto à avaliação e à aprovação do plano de recuperação judicial por meio do *cram down*, a jurisprudência vem entendendo que é necessário flexibilizar o dispositivo, de forma a viabilizar a utilização do instituto e proteger as finalidades para as quais ele e a própria LREF foram instituídos.

Há muita discussão na jurisprudência sobre a não observância dos requisitos quantitativos estabelecidos no § 1º do art. 58 para a aplicação do *cram down* pelo juiz. Os tribunais afirmam a relatividade da soberania assemblear e se utilizam do juízo de legalidade que o juiz deve fazer sobre as deliberações tomadas em assembleia para defender que a relativização dos requisitos quantitativos do *cram down* é perfeitamente possível, por estar de acordo com a racionalidade por trás da LREF. Em julgamento de caso em que se pleiteou que fosse declarada a irregularidade da aplicação do *cram down* por causa da ausência de aprovação de mais

da metade dos créditos presentes em assembleia – conforme disposto no art. 58, § 1º, II, da lei –, o Relator, Des. Teixeira Leite, do TJSP, reconheceu a prevalência do interesse coletivo na preservação de empresa economicamente viável em detrimento de interesse individual do credor.<sup>85</sup> Cumpre destacar, ainda, que a referida decisão reconhece a disfuncionalidade dos requisitos legais do *cram down*.<sup>86</sup>

Em julgamento de caso semelhante, o Relator, Des. Francisco Loureiro, também do TJSP, deixa claro que o *cram down* é instituto a ser aplicado quando a rejeição por determinada classe, ou por determinado percentual de credores, do plano de recuperação

85. TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 0155523-54.2013.8.26.0000, rel. Des. Teixeira Leite, j. 6.2.2014.

86. Neste sentido, a decisão de primeiro grau cita Fábio Toker ao criticar a configuração do instituto na lei brasileira, que diz que: “A ideia deveria ser simples: quando não se obtém a aprovação, o juiz deveria poder forçar a aplicação do plano, desde que estivesse clara a necessidade de tutelar o interesse social, de alguma forma prejudicado pela vontade de um ou alguns dos credores. Contudo, as limitações impostas pela lei, além de nos forçar a rememorar as lições de Matemática, praticamente inviabilizam a aplicação do instituto. A decisão que se sobrepõe à reprovação do plano não se funda no interesse social, mas sim na verificação de uma espécie de quórum alternativo de deliberação. E um quórum alternativo que está muito próximo ao necessário para aprovação. Afinal, é necessário que, cumulativamente, (a) tenha ocorrido a aprovação geral (não mais por classes) da maioria dos credores (maioria calculada agora pelo valor dos créditos); (b) a rejeição tenha ocorrido apenas em uma das classes; (c) na classe em que houve a rejeição deve ter ocorrido a aprovação de mais de um terço dos credores; e (d) não haja tratamento diferenciado entre a classe dos credores que rejeitaram o plano e a dos demais credores. Quando se consegue verificar esta conjugação de fatores? Quase nunca. Tudo somado, subtraído, multiplicado e dividido, cria-se um belo problema de Matemática para a 5ª série. Mas, no plano jurídico, a proteção do interesse social por meio de *cram down* não passa de retórica legislativa” (TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 0155523-54.2013.8.26.0000, rel. Des. Teixeira Leite, j. 6.2.2014).

judicial não puder ser levada em consideração por violar o princípio da preservação da empresa, que consiste em norma de ordem pública; fica claro nesta decisão, portanto, que o *cram down* é também instrumento de proteção contra o voto proferido pelo credor em abuso de direito, ou seja, o voto disfuncional, contrário à aceitação de plano de recuperação de empresa economicamente viável mas momentaneamente prejudicada por crise econômico-financeira.<sup>87</sup>

Em caso de rejeição do plano de recuperação por duas classes de credores julgado pelo TJRS reconhece-se a necessidade de promover interpretação relativizada do art. 58 da LREF para viabilizar a aprovação do plano.<sup>88</sup>

### 2.5.3 Lei Complementar 147/2014: razão e relevância das alterações para o *cram down*

A Lei Complementar 147/2014 trouxe várias alterações importantes à LREF, tendo em vista a proteção do microempresário e

da empresa de pequeno porte.<sup>89</sup> A própria LREF em sua redação original já apresentava dispositivos que conferiam tratamento especial a essas empresas, especialmente nos seus arts. 70 a 72. A Lei Complementar 147, dessa forma, foi editada com o intuito de aprimorar a já prevista proteção da micro e pequena empresa tanto enquanto credoras no procedimento recuperacional e falimentar. A título exemplificativo, foram instituídas; (i) a limitação da remuneração do administrador judicial de micro e pequena empresa a 2% do valor devido aos credores submetidos a recuperação judicial ou do valor de venda dos bens na falência para estas empresas (art. 24, § 5º), ao passo que nas demais empresas tal remuneração pode atingir o patamar de 5% (art. 24, § 1º); e (ii) a alteração das classes de créditos que eram abarcados pelo plano de recuperação.

Sobre este segundo aspecto, destaca-se que o art. 70 da LREF passou a determinar

87. TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 0106661-86.2012.8.26.0000, rel. Des. Francisco Loureiro, j. 3.7.2014.

88. “É certo que a previsão do mencionado art. 58 foi abrangida pelo digno Juízo singular, sob pena de restar inviabilizada a aprovação do plano, haja vista, como já referido, apenas dois credores estarem contemplados na classe em que o Banco do Brasil S/A detém crédito sobejamente superior. Entretanto, bem destacou o Juízo singular que o ora agravante, por ocasião da assembleia de credores, a despeito da supremacia de seu crédito, sequer explicitou as razões da não aceitação das propostas apresentadas. Evidentemente que, mantida tal rejeição, restaria inviabilizada a recuperação das empresas, obstando-se à manutenção de suas atividades e, consequentemente, ao pagamento de seus débitos” (TJRS, 5ª Câmara Cível, AI 70045411832, rel. Des. Romeu Marques Ribeiro Filho, j. 29.2.2012). Inteligência análoga se observa em: TJRS, 5ª Câmara Cível, AI 70048350169, rela. Des. Isabel Dias Almeida, j. 27.6. 2012; bem como no TJRJ, destacando-se os seguintes julgados: AI 0002519-55.2014.8.19.0000; AI 0003007-10.2014.8.19.0000; AI 0002140-17.2014.8.19.0000; AI 0002642-53.2014.8.19.0000.

89. A racionalidade disso é que as micro e pequenas empresas têm estrutura de funcionamento menos sofisticada do que a das médias e grandes empresas (especialmente por serem caracterizadas pela informalidade, com menos assessoramento legal em sua constituição e no desenvolvimento de suas atividades, além de terem dificuldades concorrenciais em relação a empresas maiores), de modo que se faz necessário tratamento mais favorável para fomentar seu desenvolvimento através da simplificação ou redução de suas obrigações tributárias, previdenciárias, administrativas e creditícias, nas palavras do próprio texto constitucional. As microempresas e empresas de pequeno porte têm historicamente notada relevância no cenário econômico brasileiro, e isto motivou a inserção na nossa Constituição Federal de 1988 de dispositivos que tornassem obrigatório o tratamento legal diferenciado com relação a estas empresas, na forma dos arts. 170, IX, e 179. A Lei Complementar 147/2014 alterou, além da Lei 11.101/2005, uma série de outras leis, tendo por finalidade a proteção e o incentivo à micro e pequena empresa não apenas no âmbito falimentar, mas também no tributário, por exemplo, através da instituição do SUPERSIMPLES Nacional (mecanismo de simplificação e redução da carga tributária destas empresas com o objetivo de incentivar sua formalização, criar mais postos de trabalho e expandir a produtividade).



que: (i) seriam incluídos, em classe própria, no plano todos os créditos de micro e pequenas empresas existentes na data do pedido, ainda que não vencidos (com exceção dos créditos decorrentes de repasse de recursos oficiais, os fiscais e os previstos nos §§ 3º e 4º do art. 49); e (ii) com relação ao pagamento desses créditos, há possibilidade de parcelamento em até 36 parcelas mensais, iguais e sucessivas, acrescidas de juros.<sup>90</sup>

Feita esta breve apresentação da Lei Complementar 147, cabe analisar seus impactos com relação ao *cram down*, uma vez que prevê, como visto, a criação de uma quarta classe de credores, formada pelos seus representantes. Sendo assim, o art. 41 da LREF passa a estabelecer que a assembleia-geral de credores será composta, além dos (i) credores trabalhistas, (ii) com garantia real e (iii) credores quirografários com privilégio especial, privilégio geral ou subordinado, pelos (iv) credores de microempresas e empresas de pequeno porte. Da mesma forma, o art. 26 da LREF determina que o comitê de credores deverá ser formado também por um representante desta quarta classe de credores.

Interessante notar, contudo, que não houve alteração dos quóruns de aprovação em assembleia instituídos pelo art. 58 como requisitos para que o juiz aprove o plano de

recuperação por meio do *cram down*: o inciso II do § 1º do art. 58 continua estabelecendo como requisito para que o magistrado possa aprovar o plano por meio do *cram down* a sua aprovação por duas classes de credores, caso haja três, e uma classe de credores, caso haja duas.

A redação do dispositivo daria a entender que o objetivo do legislador foi garantir que o plano fosse aprovado pela maioria das classes de credores envolvidas no processo, restando apenas uma classe dissidente. A não alteração do dispositivo pela Lei Complementar 147, portanto, poderia suscitar dúvidas sobre a necessidade de aprovação de três classes de credores, havendo quatro classes, em virtude da criação da nova classe de credores de micro e pequenas empresas, ou se deve ser mantido o literalmente prescrito na LREF, havendo necessidade de aprovação de apenas duas das referidas classes, mesmo havendo quatro.

O posicionamento dos Juízes Paulo Furtado de Oliveira Antunes e Daniel Carnio Costa, contudo, ilustra postura pacífica da jurisprudência e da doutrina a este respeito: o mais importante é considerar, mesmo com a criação de nova classe de credores, a finalidade à qual atende a LREF, que é a preservação de empresa economicamente viável e que tenha ainda efetivo potencial de gerar benefícios sociais e econômicos.<sup>91</sup>

90. Como aponta Gustavo Lacerda Franco, são feitas inúmeras críticas quanto às alterações trazidas pela Lei Complementar 147 no que tange à recuperação da micro e da pequena empresa, sendo questionável se ela de fato trouxe mudanças positivas para o interesse de preservação de tais empresas, que confirmam a elas tratamento verdadeiramente especial com relação às demais. Tais críticas, contudo, não serão abordadas no presente trabalho, cujo foco é a análise do impacto da lei complementar no instituto do *cram down* presente no art. 58 da LREF. Sobre o tema, v.: Gustavo Lacerda Franco, “As recentes mudanças no tratamento dispensado pela Lei n. 11.101/2005 às microempresas e empresas de pequeno porte na recuperação judicial: progresso ou retrocesso?”, *Revista Comercialista* 13/40-46, Edição Especial: *Direito das Empresas em Crise*, ano 4, São Paulo.

91. Neste sentido, Gustavo Lacerda Franco diz que, “conquanto possa o legislador ter se omitido em operar mudanças no mencionado art. 58, conferindo-lhe clara conformidade em relação ao disposto no art. 41, deve-se esclarecer que inexistente, atualmente, efetiva contradição entre esses dispositivos, de modo que, havendo a aprovação do plano por duas das quatro classes de credores, observados os demais requisitos legais, inclusive o voto favorável de mais de um terço dos credores nas classes que rejeitaram a proposta, o juiz poderá conceder a recuperação judicial pleiteada. Com efeito, é essa a interpretação que parece mais correta, por atender aos propósitos elencados pela lei em seu art. 47” (“As recentes mudanças no tratamento dispensado pela Lei n. 11.101/2005 às microempresas e empresas

Se a empresa é de fato recuperável, deve-se interpretar o *cram down* de forma a viabilizar a aprovação do plano (sendo suficiente, portanto, a aprovação de apenas duas das classes de credores).

Assim, de acordo com o posicionamento majoritário, aqui partilhado, (i) havendo aprovação de duas classes de credores, (ii) aprovação de mais de um terço dos credores das classes dissidentes, (iii) somatória das aprovações totalizando mais da metade do total dos créditos presentes em assembleia e (iv) ausência de tratamento discriminatório entre as classes de credores, pode ser aprovado o plano de recuperação judicial.<sup>92</sup>

Destaca-se, ainda, que o art. 41 da LREF, conforme alterada, também gera questionamentos sobre a possibilidade de um mesmo credor se qualificar para mais de uma classe: é possível que um credor de micro ou pequena empresa detenha créditos com garantia real, podendo se enquadrar em duas classes de credores. Esta situação pode gerar incerteza sobre a contagem dos votos para a análise de quórum na assembleia-geral de credores – inclusive para fins de aplicabilidade do *cram down*.<sup>93</sup>

Sheila Neder Cerezetti, ao tratar das classes de credores na LREF, diz que estas não são apenas formas de determinar a ordem de preferência no pagamento dos créditos,

de pequeno porte na recuperação judicial: progresso ou retrocesso?”, cit., *Revista Comercialista* 13/46).

92. Gustavo Lacerda Franco, “Entrevista: Daniel Carnio Costa e Paulo Furtado de Oliveira Filho: os Magistrados apresentam à *Comercialista* seu entendimento sobre temas polêmicos no direito das empresas em crise”, cit., *Revista Comercialista* 5/23.

93. Sobre o tema, interessante e elucidativo o posicionamento de Gustavo Lacerda Franco: “A alteração promovida no art. 41, por exemplo, criou uma nova classe de credores com base em critério relativo à natureza do credor, e não do crédito detido, gerando dúvidas sobre a obrigatoriedade de inclusão dos credores micro e pequenas empresas na nova classe ou, frente ao enquadramento em mais de uma classe e à orientação de favorecimento dessa categoria empresarial, a concessão da oportunidade de

mas, sim, de agrupar interesses homogêneos e apartar interesses assimétricos.<sup>94</sup> A referida autora ainda nota que as classes servem justamente para viabilizar o acordo entre credores titulares de interesses semelhantes quanto à aprovação ou à rejeição do plano de recuperação judicial.<sup>95</sup> Percebe-se que esse direcionamento doutrinário não foi seguido pelo texto posto, uma vez que o agrupamento de credores em classes tomando por base a natureza do crédito ou do credor, por si só, já é discutível: é perfeitamente possível que credores titulares de créditos de uma mesma natureza ou credores de naturezas iguais

escolha, pelos credores em tais circunstâncias, entre as classes possíveis de acordo com a sua condição e a natureza do seu crédito, conforme lhes seja mais vantajoso. Trata-se de questão complexa, que reflete na segurança jurídica do processo recuperacional e deverá ser dirimida na seara jurisprudencial” (As recentes mudanças no tratamento dispensado pela Lei n. 11.101/2005 às microempresas e empresas de pequeno porte na recuperação judicial: progresso ou retrocesso?”, cit., *Revista Comercialista* 13/44).

94. Caminha nesse sentido o Enunciado 57 da I Jornada de Direito Comercial, que estabelece que “o plano de recuperação judicial deve estabelecer tratamento igualitário para os membros da mesma classe de credores que representem interesses homogêneos, sejam estes delineados em função da natureza do crédito, da importância do crédito ou de outro critério de similitude justificado pelo proponente do plano e homologado pelo magistrado”.

95. “Mas a importância da homogeneidade não reside apenas em ser fundamento para o exercício da autonomia. Também é ela que atribui legitimidade para o uso do princípio da maioria na assembleia de credores. Como bem indicam estudos de direito societário, a regra da maioria deve ser aplicada em ambientes marcados por interesses comuns, evitando-se decisões cuja aprovação esteja imbuída de meros propósitos egoísticos. O mesmo princípio aplica-se a institutos de recuperação empresarial, que devem tutelar a formação de vontade genuína, ou seja, aquela alcançada com base em acentuada comunhão de interesses e quando os votantes usufruem de posições paritárias” (Sheila S. Neder Cerezetti, “As classes de credores como técnica de organização de interesses”, in Francisco Satiro de Souza Jr. e Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (orgs.), *Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções*, São Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 370).

tenham interesses distintos em virtude dos valores de seus créditos, de suas relações contratuais com a empresa devedora e de uma série de outros fatores, não preservando a homogeneidade de interesses dos credores dentro da mesma classe. Exemplo disso é o fato de a LREF ter aglutinado dentro de uma mesma classe os credores quirografários com privilégios especiais, com privilégios comuns e subordinados, que possuem créditos e interesses evidentemente diversos.

Esse mesmo problema se observa em relação aos credores da classe instituída pela Lei Complementar 147. É passível de discussão, nesse sentido, se o caso de os credores serem micro ou pequenas empresas de fato faz com que seus interesses sejam homogêneos. Isso, é claro, tem implicações com relação ao *cram down*, especialmente em virtude da necessidade de contabilização de uma determinada quantidade de votos, de cada uma das classes de credores, para que o instituto possa ser regularmente aplicado pelo magistrado.

#### 2.5.4 Análise crítica

Assim, pode-se concluir que no Brasil o *cram down* se constrói legislativamente de forma consideravelmente mais restrita que o *cram down* norte-americano, atribuindo o texto da lei pouca ou nenhuma discricionariedade ao juiz. O *cram down* brasileiro, da forma como está descrito na LREF, pode, ainda, inviabilizar completamente a aprovação de plano que não seja discriminatório e que empregue tratamento justo e equitativo entre todos os credores.<sup>96</sup>

96. “(...) a lei brasileira, em tema de *cram down*, adotou um regime que se afasta das diretrizes geralmente reconhecidas como válidas. Revelando a clara preocupação de limitar o poder do juiz, preferiu adotar critérios vinculados à obtenção de determinado número de votos na assembleia-geral (art. 58, § 1º, incisos I a III), acrescidos apenas da exigência de tratamento uniforme nas relações horizontais da classe que rejeitou o

O posicionamento da jurisprudência demonstra as dificuldades trazidas principalmente pelos requisitos estabelecidos no § 1º do art. 58 da LREF. Desta forma, sendo o *cram down* destinado à satisfação do princípio da preservação da empresa – o que se torna ainda mais relevante quando se percebe que tal princípio não está sendo observado no exercício do direito de voto pelos credores em assembleia –, entende a jurisprudência que o magistrado tem a prerrogativa de relativizar os critérios dispostos no referido art. 58.

A Lei Complementar 147, por sua vez, agrava muitas das incertezas trazidas pelo art. 58 quanto à aplicação do *cram down*. Ainda não há manifestação sólida da jurisprudência a respeito, mas a relativização dos requisitos legais rígidos para a aplicação do instituto mostra-se como um caminho para solucionar tais incertezas. Quanto às classes de credores, as mudanças trazidas pela lei complementar tornam evidente a necessidade de refletir sobre a própria instituição de classes fixas da forma como está previsto na LREF: a própria empresa em crise, em seu plano, poderia realizar a divisão dos credores em classes diferentes com base em suas relações com cada um deles (como ocorre com a criação de subclasses, que serão tratadas em seção específica deste trabalho).

Nesse contexto de necessidade de mudanças hermenêuticas, a maior discricionariedade do juiz, muito valorizada no Direito estrangeiro, deve ser considerada, não podendo o magistrado ser reduzido a mero homologador das decisões dos credores, o que poderia resultar em aviltamento da

plano. Na prática, portanto, como já afirmado, o art. 58, § 1º, encerra quase que um quórum alternativo para a aprovação do plano em relação ao quórum estabelecido no art. 45, com o agravante de que, no sistema daquele dispositivo, não há nenhuma proteção à *absolute priority rule*” (Eduardo Secchi Munhoz, “Comentários ao art. 58”, cit., in Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo e Francisco Satiro de Souza Jr. (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*, 2ª ed., p. 291).

própria racionalidade e objetivos da LREF. Tal discricionariedade, contudo, não deve ser exercida ilimitadamente: é preciso refletir sobre mecanismos que assegurem ao magistrado a tomada de decisões bem-informadas a respeito da viabilidade da empresa em crise e do conteúdo de seu plano de recuperação judicial, a exemplo da assessoria de peritos.

## 2.6 Subclasse de credores: a figura do “credor colaborador”

### 2.6.1 Considerações introdutórias

Esta seção versa sobre a possibilidade de em planos de recuperação judicial ser estabelecida e aprovada a divisão dos credores em subclasses para o pagamento do passivo. Para ilustrar esse estudo e os critérios que podem servir por base para essa segmentação dos credores em subclasses serve-se da figura do credor colaborador.

Preliminarmente, cabe ressaltar que a LREF, ao tratar da falência, em seu art. 83, define as classes de credores para fins de pagamento do passivo, o que não acontece no caso da recuperação judicial, na qual as classes servem somente à organização da votação na assembleia-geral de credores. O art. 67 da LREF reconhece, ainda, como será visto no decorrer desta seção, a figura do credor colaborador para fins de tratamento privilegiado em caso de falência da empresa, a depender da atuação desse credor durante a recuperação judicial.

### 2.6.2 Doutrina

A constatação da existência de dificuldades para que a empresa cumpra com seus compromissos financeiros constitui um dos fundamentos para o requerimento da recuperação judicial.<sup>97</sup> Verifica-se, então, receio

97. Ainda que seja este o estágio ideal para que a empresa em crise busque a recuperação judicial, o que se verifica na maior parte dos casos são

por parte dos agentes de mercado de não recuperarem os montantes a eles devidos, seja pelo pagamento do empréstimo concedido, seja pela execução da garantia prestada. Em decorrência disso, são usuais os fenômenos da negação de concessão de crédito à recuperanda e a refuta na liberação ou substituição de garantias reais já concedidas. Nesse contexto, destaca-se o credor que atua de forma a ajudar o devedor em crise, a despeito de seus interesses imediatos,<sup>98</sup> o qual se denomina *credor colaborador*.

A atitude do credor colaborador deve ser singular. Ele deve agir de forma distinta daquela adotada usualmente pelos credores no âmbito da recuperação judicial, sendo que por vezes referida singularidade provém da imprescindibilidade de sua atitude para viabilizar a recuperação da empresa. Não há que se falar, entretanto, em motivação meramente altruísta. Antes, ainda que colabore com a empresa em recuperação judicial, o credor colaborador mantém sua característica de agente de mercado interessado em elevar seus lucros e adota uma estratégia na qual abre mão de seus interesses imediatos em prol da recuperação da empresa,<sup>99</sup> vislumbrando a satisfação destes no futuro, após a superação da situação de crise.

O credor colaborador define-se, então, como um credor que age de forma distinta daquela usualmente adotada pelos demais credores, por assumir um risco diferenciado e mais elevado.

empresas que recorrem ao instituto da recuperação já em estado de insolvência. Nesse contexto, o risco que assume o credor colaborador é significativamente maior, de modo que sua atuação se mostra ainda mais relevante para que a efetiva recuperação da empresa se configure.

98. Fábio Ulhoa Coelho, “O credor colaborativo na recuperação judicial”, in Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Francisco Satiro de Souza Jr. (orgs.), *Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções*, São Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 113.

99. Idem, pp. 114-115.

No âmbito da falência, a LREF procurou beneficiar a figura do credor colaborador no art. 67, sob o fundamento de que os prejuízos da crise enfrentada por uma empresa podem se estender a outras áreas, afetando os mais distintos interesses. O *caput* do dispositivo determina que, sendo decretada a falência, os créditos contraídos durante a recuperação judicial serão considerados extraconcursais, enquanto o § 1º amplia o benefício aos créditos contratados antes do requerimento da recuperação judicial, desde que pertencentes a fornecedores que mantenham sua relação com a empresa em recuperação. Neste último caso, entretanto, não os caracteriza como extraconcursais, mas dota-os de “privilegio geral de recebimento”. Assim, o benefício constante do dispositivo em questão apenas se efetiva quando há decretação da falência.

Ou seja: não obstante a relevância e o reconhecimento da figura do credor colaborador para o processo de recuperação da empresa em crise, a norma prevê que sua atitude proativa apenas é recompensada caso a empresa não venha a se recuperar, o que demonstra uma contradição em si.

Com fundamento no princípio da isonomia, previsto no *caput* do art. 5º da CF,<sup>100</sup> e no ideal que rege o instituto da recuperação judicial, de que os prejuízos da recuperanda devem ser suportados por ela e pelos credores de forma equivalente, surgiu o que se denomina de *princípio do tratamento paritário dos credores (par conditio creditorum)*.<sup>101</sup> Ocorre que a efetivação da *par conditio creditorum* demanda um tratamento diferenciado entre os credores, na medida em que estes são titulares de créditos diferenciados e de natureza distinta.

Nesse sentido, o credor colaborador, ao agir de forma singular, assumindo um risco diferenciado e mais elevado do que o dos demais credores, atua de forma a efeti-

var o princípio da preservação da empresa, previsto no art. 47 da LREF, núcleo essencial do instituto da recuperação judicial. Assim, de forma análoga ao que ocorre no processo falimentar, admite-se a existência de um tratamento diferenciado de credores também no processo de recuperação judicial, o que se concretiza, como se verá adiante, por meio da criação de subclasses de credores. Referida diferenciação fomenta a concretização do princípio da *par conditio creditorum* – não o violando, portanto – e, em última instância, do princípio constitucional da isonomia.

### 2.6.3 Jurisprudência

A possibilidade de que seja aplicado já na recuperação judicial tratamento diferenciado ao credor colaborador tem encontrado resposta bastante concreta na jurisprudência recente. A análise dos julgados encontrados no TJSP e no TJRJ nos permite afirmar que seria admitido tal tratamento aos credores de uma mesma classe – por meio da criação de uma subclasse – que, de algum modo, mantivessem relações com a recuperanda, fornecendo-lhe crédito, matéria-prima, entre outros.

A admissão da subclasse de credores colaboradores na jurisprudência tem amparo especialmente no art. 47 da LREF. Isso porque a recuperação, nesses casos, dependeria de uma maior cooperação dos credores a fim de que, por meio dela, se tornasse possível a superação da crise pela recuperanda. Nesse sentido, observam-se casos em que, ausente o credor colaborador, seria absolutamente inviável a recuperação da empresa. É o que se verifica, por exemplo, em julgado do TJSP referente à participação de credores colaboradores no processo de recuperação judicial da “Decasa Açúcar e Alcool S/A”.<sup>102</sup>

100. Idem, pp. 105-106.

101. Idem, pp. 103-104.

102. TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 2020398-12.2015.8.26.0000, rel.

A jurisprudência também destaca que o comportamento do credor colaborador representa benefício a toda a coletividade de credores, uma vez que sua posição estratégica na cadeia produtiva da recuperanda viabiliza a efetiva recuperação desta e, conseqüentemente, o cumprimento do plano de recuperação bem como o estabelecimento de futuras relações comerciais com os credores.<sup>103</sup>

Observado o relevante papel do credor colaborador na recuperação da empresa, este “costuma, (...) receber tratamento diferenciado e gozar de certos benefícios, que, na hipótese, estão longe de se mostrarem abusivos”.<sup>104</sup> Haveria, então, a transposição dos benefícios concedidos pelo art. 67 da LREF na falência para o âmbito da recuperação judicial.

A admissibilidade de tal tratamento, majoritária no TJSP, depende, entretanto, da observância de determinados critérios.<sup>105</sup>

Des. Pereira Calças, j. 20.5.2015. Nesse julgado destaca-se o seguinte excerto: “Os negócios celebrados com credores colaboradores que cooperam para manutenção de atividade empresarial da recuperanda têm sido prestigiados pela jurisprudência dos tribunais. (...), pois sem tal negócio celebrado entre credor colaborador e recuperanda os canaviais não teriam sido preservados e a atividade empresarial da Decasa forçosamente teria se encerrado” (fls. 5-6).

103. Em outro julgado esse posicionamento pode ser verificado no seguinte trecho: “Em especial, no caso em exame, vê-se que a recuperanda, através do plano aprovado, buscou privilegiar fornecedores que a ela são essenciais. Para estes fornecedores: a carência será de 6 meses; incidirão juros anuais de 12%; não haverá deságio e os pagamentos se efetivarão no prazo máximo de 60 meses. Estes fornecedores têm condições de prover significativa quantidade de matéria-prima e, por conseqüência, contribuirão para o soerguimento da empresa, beneficiando toda a coletividade de credores” (TJSP, AI 2189120-09.2015.8.26.0000, comarca de Mairiporã, rel. Des. Carlos Alberto Garbi, j. 16.12.2015).

104. TJRJ, 14ª Câmara Cível, AI 0039682-69.2014.8.19.0000, rel. Des. Gilberto Guarino, j. 3.12.2014 (fls. 232).

105. Dentre os 31 acórdãos analisados – que representam todos os julgados encontrados com os

Dentre os julgados encontrados destacam-se três para ilustrar os requisitos entendidos como necessários – para além dos já citados nesse estudo – ao tratamento diferenciado do credor colaborador. Esses julgados referem-se à necessidade de que haja critérios claros quanto aos benefícios a serem concedidos a tais credores, uma vez que a inexistência destes acarretaria, ao cabo, quebra no tratamento paritário dos credores,<sup>106</sup> bem como que eventual segmentação ou tratamento diferenciado deve respeitar os princípios da razoabilidade e boa-fé objetiva.<sup>107</sup>

Como pode ser percebido, os critérios apresentados pela jurisprudência são bastante amplos,<sup>108</sup> uma vez que podem variar

termos “credor colaborador” ou “credor colaborativo” – verificou-se que os critérios apresentados para admissibilidade da subclasse colocavam-se de forma bastante casuística, o que ressalta a necessidade de análise mais detalhada do plano pelo juiz, e não mera homologação da decisão da assembleia-geral de credores, conforme analisado em seção específica deste trabalho.

106. No caso concreto tem-se que a cláusula que preconiza “tratamento diferenciado e pagamento segundo a disponibilidade da caixa, em termos a serem negociados individualmente” não pode ser admitida, porque concede às recuperandas a faculdade de privilegiar determinados credores, podendo, inclusive, favorecer um ou mais credores em prejuízo dos demais, o que, em tese, pode tipificar o crime de “favorecimento de credores”. Assim, admite-se a possibilidade de que sejam oferecidos benefícios contanto que estejam claros, conforme o trecho a seguir: “(...) tal previsão deve ser transparente em relação às condições para tal prerrogativa. No caso dos autos tal requisito não se mostra presente, dada a generalidade e subjetividade da previsão” (TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 2172986-38.2014.8.26.0000, rel. Des. Ricardo Negrão, j. 16.3.2015).

107. TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, ED 0009544-61.2013.8.26.0000/50000, rel. Des. Roberto MacCracken, j. 19.8.2013.

108. Não obstante o farto reconhecimento da jurisprudência acerca da possibilidade de se considerar um credor como colaborador, dentre os julgados do TJSP analisados há um caso em que é vetado o tratamento diferenciados aos credores colaboradores não pela ausência dos requisitos supracitados, mas por se considerar que tal hipótese fere o princípio da

as disposições de cada plano quanto aos benefícios ofertados ao colaborador bem como o entendimento quanto à observância da razoabilidade e da boa-fé. Fica, desse modo, reforçado o papel do juiz de analisar o mérito das decisões assembleares.

Outra interessante discussão jurisprudencial seria a da abusividade do voto do credor colaborador, por ser beneficiado pelo plano e, portanto, ter a tendência de votar a favor de sua aprovação por razões particulares, e não necessariamente fundamentado pelo princípio da preservação da empresa. Essa lógica não pode prosperar, pois, se o credor colaborador é aquele que assume maior risco a fim de viabilizar a efetiva superação da crise pela empresa em recuperação, tendo, ainda, tratamento diferenciado em caso de falência, não há qualquer interesse egoístico por trás de sua aprovação que seja capaz de macular seu voto com a abusividade. Trata-se justamente da discussão enfrentada no caso “OGX”,<sup>109</sup> no qual ficou decidido pelo TJRJ que não haveria tal conflito, uma vez que o credor colaborador seria tão legitimamente interessado na recuperação da empresa que teria assumido riscos não tomados pela maioria da coletividade de credores.<sup>110</sup>

*par conditio creditorum*. Esse caso não representa o posicionamento majoritário do TJSP ou o partilhado neste trabalho.

109. Requerimento de homologação do plano de recuperação judicial, aprovado em 3.6.2014, formulado por OGX Petróleo e Gás Participações S/A, OGX Petróleo e Gás S/A, OGX internacional GMBH e OGX Áustria GMBH (TJRJ, 14ª Câmara Cível, Processo 0377620-56.2013.8.19.0001, AI 0039682-69.2014.8.19.0000, rel. Des. Gilberto Guarino, j. 3.12.2014).

110. Nessa decisão afirma-se, ainda, que, mesmo que houvesse sido celebrado contrato particular entre os credores estratégicos e a empresa em recuperação, não haveria conflito de interesses, uma vez que tais negociações teriam o fim único de viabilizar a superação da crise. Ressalta-se, ainda de acordo com o julgado, que a adesão aos programas de colaboração estaria aberta a todos os credores interessados em se submeter a seus requisitos, de modo

Percebe-se, dessa forma, uma convergência jurisprudencial pela adoção de tratamento mais vantajoso ao credor colaborador já no âmbito da recuperação judicial. Isso porque tal mecanismo não apenas pode como deve ser compreendido como estímulo à manutenção de relações estratégicas, essenciais à efetiva recuperação da empresa em crise, tal como propugnado pelo princípio da preservação da empresa.

#### 2.6.4 Análise crítica

O tratamento diferenciado do credor colaborador seria admitido com base na singularidade de sua atuação, a qual se caracteriza pela assunção de um risco mais elevado em comparação aos demais credores, o que pode ser imprescindível para a recuperação da empresa. Além disso, não há que se falar em violação do princípio da *par conditio creditorum*, mas, sim, em seu fomento, na medida em que o tratamento diferenciado se justifica pela condição diferenciada do credor colaborador.

O entendimento jurisprudencial – apesar de se mostrar claramente favorável ao tratamento dado ao credor colaborador – não é uniforme e tampouco aponta critérios claros para os problemas ora levantados. Na outra ponta, a legislação não disciplina a questão, de modo que a análise da criação da subclasse fica quase que totalmente a critério do julgador, o que justifica a necessidade não apenas de melhor tratamento normativo da questão, como de análise judicial do mérito das decisões assembleares e do eventual voto abusivo dos credores, sendo esta análise forma precípua para definir se a criação da subclasse e os benefícios particulares dados ao credor colaborador, de fato,

que aqueles que deixaram de aderir o teriam feito de modo absolutamente voluntário. Por fim, destaca-se que a aprovação do plano nesse caso específico não dependeu dos votos dos credores colaboradores.

caminham no sentido da efetivação do princípio da preservação da empresa.

Ademais, conforme analisado no decorrer desta seção, ainda que o plano de recuperação judicial possa definir, para fins de pagamento, classes distintas de credores daquelas previstas para votação em assembleia-geral de credores, essa distinção acaba se mostrando bastante prejudicial, uma vez que credores diferentemente representados no plano acabam votando agrupados em classe com interesses supostamente uniformes.<sup>111</sup> Nesse sentido, entende-se que há a necessidade de reestruturação das classes na recuperação judicial, permitindo o agrupamento dos credores pelo próprio plano com base em critérios mais bem definidos (conforme já mencionado anteriormente neste estudo), inclusive para definição do que seria, objetivamente, o credor colaborador.<sup>112</sup>

111. “Como se sabe, os créditos que constituem a terceira classe da recuperação judicial participam de pelo menos quatro classes distintas na falência. Disso decorre que, ao formarem posicionamento sobre os termos do plano, os credores que supostamente devem compor a maioria possuem bases de comparação bastante díspares no que tange ao que lhes é oferecido pela recuperação judicial e o que seria possível obter em caso de liquidação dos ativos do devedor. (...) Vê-se, assim, que a heterogeneidade de interesses torna-se, face ao coitejo com o contexto falimentar, ainda mais nítida” (Sheila C. Neder Cerezetti, “As classes de credores como técnica de organização de interesses”, cit., in Francisco Satiro de Souza Jr. e Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (orgs.), *Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções*, p. 376).

112. Sobre o tema, pondera Sheila Neder Cerezetti: “A via adotada em muitos Países, com algumas especificidades em cada um dos casos, propõe ao elaborador do plano a função de separar os credores em classes, observados determinados critérios de similitude quanto aos créditos por ele detidos. A norma fundamental é a de que os créditos alocados em uma mesma classe sejam substancialmente parecidos. Para tanto, são levados em conta a natureza do crédito, o tipo de relação contratual, o valor devido, dentre outros aspectos” (*A Recuperação Judicial de Sociedades por Ações. O Princípio da Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência*, cit., p. 377).

## 2.7 Classificação dos créditos caracterizados por garantia real outorgada por terceiros

### 2.7.1 Considerações introdutórias

O objetivo desta seção é analisar a forma mais adequada para classificar os créditos caracterizados pela garantia real outorgada por terceiros, que não a própria recuperanda, para fins de enquadramento entre as classes previstas na LREF.

Vale, inicialmente, ressaltar que as classes trazidas pelo art. 83 da LREF apenas se referem à ordem de pagamento preferencial dos credores na falência. Na recuperação judicial, por sua vez, a separação dos credores em classes diversas das previstas no referido art. 83 tem como objetivo possibilitar a votação nas assembleias-gerais dos credores e a consentânea deliberação acerca do plano de recuperação judicial.

Para enfrentar o escopo de análise desta seção, propõe-se partir do seguinte caso hipotético: o sócio de uma empresa contrata, em nome da empresa, um mútuo bancário oferecendo como garantia ao credor um imóvel de sua titularidade – e não da empresa. Em caso de um processo de recuperação judicial, discute-se justamente em qual classe de credores deve ser alocada a instituição financeira, pois, ainda que possua garantia real da dívida, a garantia em questão não compõe o patrimônio da empresa.

### 2.7.2 Doutrina

ALREF, em seu art. 83, traz a prioridade de recebimento dos créditos da empresa falida: (i) titulares de créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho; (ii) titulares de créditos com garantia real; e (iii) titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral e subordinados.<sup>113</sup>

113. Sheila S. Neder Cerezetti, *A Recuperação Judicial de Sociedades por Ações. O Princípio da*



A primeira classe engloba os empregados da falida, os titulares de crédito fundado na relação de emprego e os provenientes de indenização por acidente e equiparados.

A segunda classe engloba os créditos dotados de garantia real (penhor, hipoteca e anticrese), sendo que, de forma geral, as instituições financeiras são as principais representantes dessa classe. Optou-se por garantir tamanha prioridade na ordem de pagamento para aumentar o grau de segurança de que esse credor receberá os valores de volta e, com isso, propiciar a redução das taxas de juros adotadas.<sup>114</sup>

A terceira classe é composta por uma série de credores, em razão da natureza dos créditos por eles detidos: (a) os credores fiscais e para-fiscais, ou seja, trata-se dos créditos tributários; (b) os credores com privilégio especial; (c) os credores com privilégio geral; (d) os credores quirografários; (e) os credores subquirografários.

O privilégio especial vem ligado a um determinado bem, e se justifica pela conexão entre o crédito e esse bem. São eles todos os créditos listados no art. 964 do CC, ou seja, todos os credores com direito de retenção sobre certo bem e as entidades fechadas de previdência complementar quanto à massa falida de seus patrocinadores. O privilégio geral, por sua vez, tem como característica a simples prioridade de satisfação em relação aos créditos quirografários.<sup>115</sup>

*Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência*, cit., p. 283.

114. Manifesto aprovado pela Plenária do Conselho Federal de Economia, em sua 568ª Sessão Plenária, Goiânia, 19.6.2004.

115. Sobre o tema destaca-se o seguinte excerto: “As hipóteses de sua incidência vêm arroladas no art. 965 do CC. Observe-se, no entanto, que, quanto ao regime falimentar, o inciso II foi revogado pelos incisos III e IV do art. 84, que reclassificou tais créditos como extraconcursais. Também as hipóteses dos incisos VI e VII do art. 965 foram revogadas, respectivamente, pelos incisos I e III do art. 83 da Lei n. 11.101/2005. Além das hipóteses listadas no art. 965 do CC, merecem destaque o crédito do co-

Por fim, os créditos quirografários, por sua vez, não possuem qualquer prioridade na ordem de recebimento, ao passo que os subquirografários – os quais podem ser titulares de créditos provenientes de multas contratuais, de penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas (subquirografários primários) ou sócios e administradores sem vínculo trabalhista, bem como quaisquer outros dessa forma definidos em lei ou no contrato (subquirografários subordinados) – ocupam o último lugar na ordem de preferência para pagamento, após os subquirografários.

Com base nessa breve apresentação das classes de credores, extrai-se, partindo de uma interpretação pautada na efetivação do princípio da preservação da empresa, que o legislador pretendeu, ao alocar os credores com garantia real como os segundos na ordem de pagamento, justamente a maximização dos efeitos positivos dessa norma principiológica. Trata-se da socialização do risco associado à insolvência do devedor.<sup>116</sup>

missário pelas despesas em benefício do comitente falido (art. 707 do CC), os créditos dos advogados por honorários (art. 24 da Lei n. 8.906/1994), os créditos dos debenturistas com garantia flutuante, inclusive considerando-se os juros incidentes durante o processo de falência (art. 58, § 1º, da Lei n. 6.404/1976), e art. 124, parágrafo único, da Lei n. 11.101/2005” (Francisco Satiro de Souza Jr. e Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*, cit., 2ª ed., p. 367).

116. Essa ideia é bem complementada pela seguinte passagem de Fábio Ulhoa Coelho: “A intenção última do legislador foi criar as condições para o barateamento dos juros bancários, medida destinada a acentuar o desenvolvimento econômico do País, em atendimento, portanto, ao interesse público. Como a maioria dos credores com garantia real são os bancos, aposta-se que a inversão na ordem de classificação aumentará o volume de recuperação dos créditos abertos a empresários ou sociedades empresárias e, conseqüentemente, levará à prática de *spreads* menores” (*Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, 9ª ed., São Paulo, Saraiva, 2013, p. 537).

Ou seja: ao garantir a preferência de tais credores, o legislador tinha como objetivo tornar viável que as instituições financeiras continuassem a fornecer o crédito necessário para a efetiva melhoria das atividades da empresa, de modo a aumentar suas chances reais de recuperação.

Feitas essas considerações iniciais, voltam-se as atenções à situação hipotética descrita no início desta seção, cabendo analisar se o fato de o banco ter recebido garantia real de terceiro e não da empresa faria diferença em relação à classificação de seu crédito dentre as classes previstas no art. 83 da LREF.

À primeira vista ter-se-ia uma resposta negativa, pois o que realmente deveria ser levado em conta seria a noção de socialização do risco. Ainda que o bem não seja da recuperanda, o empréstimo foi fornecido a ela, e, dessa forma, faria sentido que o credor tivesse a prioridade, em razão do barateamento dos juros e maior confiabilidade por parte do credor na solvência do crédito pela devedora.

Por outro lado, uma análise mais aprofundada do tema poderia trazer a conclusão oposta. O art. 49 da LREF, interpretado em conjunto com o seu art. 6º, permite concluir que, com exceção do sócio de responsabilidade ilimitada ou solidária, qualquer outro terceiro poderia ser executado pela dívida por ele adquirida e garantida com coisa real própria.<sup>117</sup> Ou seja: as garantias reais ou fidejussórias são preservadas independentemente da aprovação do plano de recuperação judicial.

Dessa forma, verifica-se que a garantia real fornecida por terceiro só tem caráter de garantia real perante tal terceiro, assumindo em face da recuperanda caráter de crédito comum. Como consequência, seus titulares

117. Note-se, assim, que, diferentemente da novação civil, prevista no art. 364 do CC, que extingue as garantias da dívida, inclusive as reais prestadas por terceiros estranhos ao pacto, a novação decorrente do plano de recuperação opta pela manutenção das garantias.

devem ser alocados à classe de credores quirografários.

Retomando o caso hipotético apresentado, a instituição financeira é titular de crédito com garantia real em face do sócio. Desse modo, ainda que integre o quadro de credores da devedora, deve ser alocada à classe dos credores quirografários.

### 2.7.3 Jurisprudência

De acordo com o posicionamento do TJSP, o entendimento de que o credor titular de garantia real outorgada por terceiro deveria ser classificado como quirografário já era adotado quando da vigência da antiga legislação falimentar.<sup>118</sup>

Sob a vigência da LREF é possível perceber clara manutenção do entendimento visto anteriormente. A título exemplificativo, discorre-se sobre alguns julgados.

No primeiro,<sup>119</sup> a empresa Efeito Artes Gráficas e Editora Ltda., em recuperação judicial, impetra um agravo de instrumento

118. Exemplo desse entendimento quando da vigência da antiga regulamentação é o acórdão do TJSP, 2ª Câmara de Direito Privado, na ACi 198.982-4/6-00, rel. Des. César Peluso, DJU 19.2.2002. Dentre as fundamentações apresentadas pelo Relator, são merecedoras de destaque os seguintes excertos: “Nada obsta a que o credor promova execução do crédito contra os avalistas e o habilite na falência da devedora principal. O que não pode, escusaria advertir, é apenas recebê-lo em ambos os processos. E, para o evitar, basta que comunique o recebimento ao outro juízo (...) o crédito é, *deveras*, quirografário (...). É-o, sim, pelo fato de que, tendo a devedora principal alienado, válida e eficazmente (...), *não pode, na falência dela, que já não é proprietária, ser o crédito correspondente habilitado com a prerrogativa do art.102, I, da Lei de Falências, porque tal norma supõe, como condição necessária, que a garantia recaia sobre coisa de propriedade da massa*” (grifos nossos).

119. STJSP, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais, AI 531.656-4/5-00, rel. Des. Araldo Telles, j. 19.12.2007, fls. 3. No mesmo sentido: TJSP, Câmara Especial de Falências

para que o Banco ABN AMRO Real S/A não integre o quadro de credores na segunda classe, alegando que, por ser portador de garantia real fornecida por terceiro, deve compor a classe de quirografários. Deu-se provimento ao recurso.<sup>120</sup>

No segundo exemplo analisado,<sup>121</sup> em sede agravo de instrumento interposto pela Caixa Econômica Federal contra decisão judicial que determinou como quirografário seu crédito contra a Indústria e Comércio de Laticínios Lutécia Ltda., em recuperação, o recurso foi negado.<sup>122</sup>

Já, no TJRJ, embora não haja, com base nos dados coletados e analisados, decisão que trate especificamente sobre a hipótese apresentada, é reiterada a afirmação de que os credores portadores de garantia real fornecida por terceiros podem pleitear o adimplemento do crédito por via judicial regular.<sup>123</sup> Esse

mesmo posicionamento pode ser observado em recurso repetitivo no STJ.<sup>124</sup>

#### 2.7.4 Análise crítica

Com base no exposto, partindo-se de uma análise crítica da LREF, em especial do princípio da preservação da empresa, entende-se que uma garantia fornecida por terceiro, ainda que real, ainda que seja para garantir crédito da própria recuperanda, não faz com que o crédito seja considerado com garantia real para fins do art. 83 da LREF. Pelo contrário, tal crédito deverá compor a classe dos créditos quirografários, sendo que a garantia outorgada por terceiro poderá ser executada, em procedimento próprio, em face do garantidor. Esse entendimento, cabe afirmar, está consolidado pela jurisprudência.

### 2.8 Alienação de unidade produtiva isolada/UPI

#### 2.8.1 Considerações introdutórias

A análise do procedimento de alienação de unidade produtiva isolada/UPI de empresa em fase de recuperação judicial, conforme entendimento pacificado pela doutrina, deve ser feita de forma sistemática, em atenção aos objetivos da LREF.

Dessa forma, é imprescindível reconhecer o objetivo da alienação de UPI como uma das tentativas de se estimular o desenvolvimento da atividade econômica, de modo a

e Recuperações Judiciais, AI 485.0414/0-00, rel. Des. Lino Machado, j. 17.1.2007, fls. 2; e TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 2131501-24.2015.8.26.0000, rel. Des. Maia da Cunha, j. 12.8.2015.

120. Como afirmado pelo Desembargador-Relator, José Araldo da Costa Telles, “realmente, se a garantia é de terceiro, não se desfalca, no caso em exame, o patrimônio da recuperanda para o pagamento daquele credor especificamente. Vale dizer, em relação ao devedor, o crédito é de natureza comum. Convém anotar, aliás, que não é o credor que porta garantia, mas seu crédito, da mesma forma como não se entorna a taça de vinho, mas o vinho” (grifos nossos).

121. TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 0216714-71.2011.8.26.0000, rel. Des. Francisco Loureiro, j. 5.6.2012, fls. 3.

122. No mérito, o Desembargador-Relator, Francisco Loureiro (bem como os Des. Pereira Calças e Enio Zuliani) entendeu que “a garantia real recaiu sobre o patrimônio de terceiro, e não sobre bens da recuperanda. No caso, não existe um bem específico da devedora vinculado à satisfação do crédito, mas um bem de terceiro, hipótese em que deve ser classificado como quirografário, pois não afeta qualquer bem do patrimônio da devedora” (grifos nossos).

123. Nesse sentido, do TJRJ: 10ª Câmara Cível, ACi 0028864-59.2013.8.19.0205, rela.

Desa. Patrícia Serra, j. 9.3.2016; ACi 0121633-68.2003.8.19.0001, rel. Des. Celso Luiz de Matos Peres, j. 11.5.2016; AI 0004601-88.2016.8.19.0000, rel. Des. José Carlos Varanda, j. 11.5.2016; AI 0016058-88.2014.8.19.0000, rel. Des. Fábio Dutra, j. 29.6.2015; e 1ª Câmara Cível, AI 0058760-49.2014.8.19.0000, rel. Des. Fábio Dutra, j. 22.3.2016, fls. 6.

124. STJ, REsp 1.333.349-SP, rel. Min. Luís Felipe Salomão, j. 5.9.2014, fls. 2.

viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira da empresa, garantindo sua preservação e sua função social, além de sua conservação como fonte produtora, geradora de empregos e capaz de respeitar os interesses dos credores, promovendo o bem-estar social, nos termos dos ditames constitucionais.<sup>125</sup>

### 2.8.2 Alienação de ativos

A alienação de ativos, de modo geral, é uma das importantes estratégias para recuperação da empresa em crise, motivo pelo qual o art. 140 da LREF prevê quatro modalidades possíveis para sua ocorrência, que podem ser combinadas, admitindo a venda (i) do estabelecimento em bloco, (ii) de filiais e UPIs, (iii) de bloco de bens que integram o estabelecimento do devedor e (iv) dos bens individualmente considerados.

Este rol de modalidades, no entanto, segundo Mário Sérgio Milani,<sup>126</sup> caracteriza-se por ser *numerus apertus*, uma vez que o art. 145 da LREF prevê a homologação pelo magistrado de qualquer outra forma de alienação aprovada em assembleia-geral de credores.

No tocante às quatro possibilidades trazidas pelo art. 140, a doutrina reconhece uma ordem de preferência para realização dos ativos, que, como notou Rachel Sztajn,<sup>127</sup>

vai da mais à menos desejável. O objetivo da referida ordem, como analisaram Ricardo Negrão<sup>128</sup> e Écio Perin Jr.,<sup>129</sup> é garantir a preservação da estrutura objetiva da empresa, sua integridade e capacidade produtiva, uma vez que o desmanche da organização pode comprometer a continuidade de seus negócios.

A preferência legal é, portanto, pela venda conjunta de bens, admitindo-se a alienação fracionada de unidades produtivas e filiais quando for frustrada a possibilidade de manutenção da universalidade. Isso decorre da percepção de que, de modo geral, é possível obter maior preço com a venda global do que de ativos individualmente considerados, o que, conseqüentemente, seria mais adequado à necessidade de observância do melhor proveito econômico e do adimplemento de obrigações com *stakeholders*.

Entretanto, segundo Ricardo Bernardi,<sup>130</sup> há situações nas quais a alienação de UPI pode ser mais benéfica aos interesses da companhia em recuperação, uma vez que a unidade estruturada, por ser mais atrativa aos compradores em detrimento da compra da totalidade do estabelecimento, ensejará pagamento de maior preço pela operação.

É por esse motivo que Rachel Sztajn<sup>131</sup> sustenta que é necessário realizar cuidadosa análise matemática e financeira para verificar se a alienação da UPI é, ou não, vantajosa

125. Nelson Eizirik, “Interpretação dos arts. 60 e 145 da Lei de Recuperação de Empresas e Falências”, in Marcelo Vieira von Adamek (org.), *Temas do Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros Editores, 2011, p. 69.

126. Mário Sérgio Milani, *Lei de Recuperação Judicial, Recuperação Extrajudicial e Falência Comentada*, São Paulo, Malheiros Editores, 2011, pp. 526-537.

127. Rachel Sztajn, “Comentários aos arts. 139 a 167”, in Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Carlos Henrique Abrão (orgs.), *Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, São Paulo, Saraiva, 2005, p. 375.

128. Ricardo Negrão, *Aspectos Objetivos da Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, 4ª ed., São Paulo, Saraiva, 2010, pp. 139-140.

129. Écio Perin Jr., *Curso de Direito Falimentar e Recuperação de Empresas*, 4ª ed., São Paulo, Saraiva, 2011, pp. 192-194.

130. Ricardo Bernardi, in Francisco Satiro de Souza Jr. e Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*, cit., 2ª ed., pp. 489-490.

131. In Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Carlos Henrique Abrão (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, São Paulo, Saraiva, 2007, pp. 418-435.

como *second best solution* para a reestruturação da empresa em crise e desenvolvimento da unidade vendida, operação que serve, geralmente, para atender às demandas da companhia por liquidez.

### 2.8.3 Conceito de UPI

A conceituação de *unidade produtiva isolada* é polêmica e alvo de embates doutrinários, uma vez que, como reconheceu Kleber Bissolatti,<sup>132</sup> a LREF carece de definição expressa para o termo e sua extensão. Dessa forma, primeiramente faz-se necessário identificar o principal ponto de divergência entre a doutrina.

Leonardo Dias,<sup>133</sup> nesse sentido, explicou que, enquanto a doutrina majoritária admite a UPI como um conceito jurídico, relacionado com a ideia de estabelecimento, o posicionamento minoritário, como o de Manoel Justino Bezerra Filho,<sup>134</sup> considera que UPI é, na verdade, um conceito econômico, que se aproxima de filial.

No tocante à posição majoritária, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Bruno Poppa<sup>135</sup> defendem que a própria LREF, no art. 140, teria construído o conceito como sinônimo de estabelecimento, pois a UPI se inseriria em um complexo de bens destina-

dos à atividade econômica comum, que têm capacidade de gerar lucro e ter clientela, mas admite distinção e segregação em relação ao principal.

Vera Franco e Rachel Sztajn<sup>136</sup> demonstram entendimento semelhante, reconhecendo a UPI como um estabelecimento diferenciado, que tem a aptidão de se destacar e se isolar da universalidade, operando individualmente. É por este motivo que Ricardo Lobo Torres<sup>137</sup> afirma que a UPI é um estabelecimento “vivo”, dotado de autonomia e organicidade, que independe de consideração sobre sua extensão econômica.

Por outro lado, a interpretação minoritária sustenta que a UPI seria, de fato, um conceito econômico, por se aproximar de uma unidade com autonomia produtiva, mas vinculada administrativa, operacional e economicamente com a matriz, sede ou principal estabelecimento da companhia em recuperação.<sup>138</sup>

Afora a polarização da doutrina tradicional, uma terceira tentativa de definição, defendida por Luiz Paiva e Giuliano Colombo,<sup>139</sup> demonstra preocupação com a análise e interpretação da UPI de forma sistemática, que atenda aos objetivos da LREF, em seu art. 47, e abarque diversos tipos de operações próprias da realidade empresarial.

132. Kleber Bissolatti, “Alienação de unidade produtiva isolada”, in Daniel C. Costa (org.), *Comentários Completos à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, vol. II (*Recuperação Judicial e Extrajudicial*), Curitiba, Juruá, 2015, pp. 117-119 e 193-230.

133. Leonardo A. R. Dias, *Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência*, São Paulo, Quartier Latin, 2014, pp. 253-257.

134. Manoel Justino Bezerra Filho, *Lei de Recuperação de Empresas e Falências Comentada*, 6ª ed., São Paulo, Ed. RT, 2009, pp. 288-298.

135. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Bruno Poppa, “UPI e estabelecimento: uma visão crítica”, in Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Francisco Satiro de Souza Jr. (orgs.), *Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções*, São Paulo, Quartier Latin, 2012, pp. 267-294.

136. Vera Helena de Mello Franco e Rachel Sztajn, *Falência e Recuperação da Empresa em Crise – Comparação com as Posições do Direito Europeu*, São Paulo, Elsevier, 2008, pp. 179-207.

137. Ricardo Lobo Torres, in *Revista Fórum de Direito Tributário/RFDT* 43/112, ano 8, Belo Horizonte, Fórum, janeiro-fevereiro/2010.

138. Luiz Guerra, *Falências e Recuperações de Empresas – Crise Econômico-Financeira – Comentários à Lei de Recuperações e de Falências*, vol. 3, Brasília, Guerra, 2011, pp. 788-804.

139. Luiz Fernando Valente de Paiva e Giuliano Colombo, “Venda de ativos na recuperação judicial: evolução, desafios e oportunidades”, in Luís V. Elias, *10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências – Reflexões sobre a Reestruturação Empresarial no Brasil*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, pp. 267-281.

É por este motivo que sustentam que o conceito precisa ser aberto, amplo e indefinido, o que justifica a caracterização da UPI como “todo e qualquer conjunto de bens e/ou ativos, tangíveis ou intangíveis, móveis ou imóveis, representativos ou úteis à exploração de uma atividade empresarial, incluindo ações, direitos, contratos, bens móveis ou imóveis e filiais (...)”.

Este último conceito, mais extensivo, parece ser bastante adequado à preocupação da LREF com a preservação da função social da empresa e com a organização e racionalização da atividade produtiva, mesmo que nas mãos de outros empresários.<sup>140</sup>

Contudo, é necessário notar, como o fez Paulo Fernando Campos Salles de Toledo,<sup>141</sup> que a alienação de UPI não pode se confundir com o esvaziamento da atividade do devedor, sua dissolução e liquidação de seus bens. Em outras palavras: a operação deve ocorrer de modo a que a empresa em recuperação mantenha uma quantidade mínima de ativos e que sua atividade continue viável para que ela possa gerar valor suficiente para adimplir suas dívidas.

A manutenção de ativos suficientes para a viabilidade da empresa, porém, é polêmica em casos nos quais se aliena a UPI responsável pela principal atividade da recuperanda.

Embora se discuta se tal operação tem caráter fraudulento, por descumprir sua função social e se tornar quase uma falência, é admissível e lícita quando preserva a empresa pelo possível desempenho de outra atividade, em detrimento da que, até então, era considerada principal.

140. Osmar Brina Corrêa Lima e Sérgio Mourão Corrêa Lima (orgs.), *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*, Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 402.

141. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, “Recuperação judicial – Alienação de unidade produtiva isolada”, *RDM* 164-165/199-211, São Paulo, Malheiros Editores, janeiro-agosto/2013.

*2.8.3.1 Jurisprudência* – A supracitada observação quanto ao esvaziamento da atividade da empresa em recuperação foi alvo de discussão no STJ em agravo em recurso especial de Olam Brasil Ltda. em face de Usina Sapucaia S/A – em recuperação judicial.<sup>142</sup> No caso, alegou-se que a venda da UPI seria uma tentativa de esvaziamento do patrimônio da recuperanda, prejudicando os credores não submetidos à recuperação judicial, o que configuraria fraude. Contudo, o STJ rejeitou o recurso, por considerar que não havia provas para demonstrar que tal operação esvaziaria o patrimônio da empresa agravada e impossibilitaria o pagamento da agravante. Além disso, reconheceu que o administrador judicial, na condição de auxiliar do juízo, que exerce relevante função na recuperação da empresa, assegurou que restaria patrimônio suficiente para cobrir o valor dos créditos extraconcursais.

Embora a jurisprudência não pareça discutir amplamente o conceito de UPI, o agravo em recurso especial interposto por Porto Seguro Negócios, Empreendimentos e Participações S/A em face de Usina Jaciara S/A – em recuperação judicial – e Usina Pantanal de Açúcar e Alcool Ltda. – em recuperação judicial<sup>143</sup> –, esclarece que UPI é um conjunto de bens, de modo que não se deve analisar a inclusão de um ou outro bem individualmente considerado, mas de seu conjunto, conforme aprovado em assembleia-geral de credores.

Ainda, segundo entendimento do TJSP em decisão monocrática de agravo de instrumento entre Gam Empreendimentos e Participações (adquirente da UPI Flórida Paulista Açúcar e Alcool) e Floralco Açúcar e Alcool, “a UPI tem personalidade jurídica e administração sem qualquer vínculo de

142. STJ, Ag no REsp 661.573-RJ (2015/0029131-4), rel. Min. Luís Felipe Salomão, j. 14.5.2016.

143. STJ, Ag no REsp 817.500, rel. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 26.11.2015.

subordinação com as recuperandas. Ao contrário, a independência é plena e assim deve ser”.<sup>144</sup>

A jurisprudência, portanto, parece ser convergente com a doutrina majoritária, optando pela concepção da UPI como instituto jurídico relacionado à ideia de estabelecimento.

#### 2.8.4 Ausência de sucessão

A LREF, de modo a atingir seus objetivos de viabilizar a recuperação da empresa e manter sua função social, trouxe, nos arts. 60, parágrafo único, e 141, II, uma importante inovação em relação ao Decreto-lei 7.661/1945.

A novidade consiste na não incidência da sucessão das obrigações trabalhistas e tributárias pelo adquirente da UPI, salvo em situações de fraude.<sup>145</sup> Isso significa que o adquirente do ativo em questão não será vinculado às relações obrigacionais pendentes pela sociedade em recuperação, o que diminui os riscos relacionados à aquisição e aumenta a chance de sucesso da operação.

Dessa forma, a LREF apresentou um incentivo para realização de negócios jurídicos desta natureza, pois garante a segurança, a certeza e proteção necessárias ao adquirente. Consequentemente, como afirmou Sérgio Campinho,<sup>146</sup> o comprador pagará valor

maior pela unidade alienada, uma vez que não precisará arcar com contingências e riscos de futuras e incertas intercorrências originadas em momento anterior ao da compra e venda, o que maximiza os resultados obtidos pela empresa em recuperação e, portanto, beneficia os *stakeholders*.

No entanto, a análise dos arts. 60, parágrafo único, e 141, II, da lei evidencia a existência de dois principais embates doutrinários, o primeiro sobre a sucessão trabalhista e o segundo a respeito da tributária.

*2.8.4.1 Sucessão trabalhista* – Com relação ao primeiro conflito, o posicionamento minoritário, capitaneado por Sérgio Pinto Martins,<sup>147</sup> defende que deve haver sucessão trabalhista, uma vez que a LREF teria sido propositalmente omissa no art. 60, parágrafo único, no qual se refere apenas à não sucessão tributária. Conforme pontuou Kleber Bissolatti,<sup>148</sup> tal entendimento seria diretamente relacionado ao tratamento em certa medida protetivo conferido pelo ordenamento jurídico aos trabalhadores, de modo que seriam mantidos o vínculo empregatício e seus desdobramentos com a transferência do negócio.

Entretanto, o posicionamento majoritário, liderado por Fábio Ulhoa Coelho<sup>149</sup> e também manifestado por autores como Jorge Lobo,<sup>150</sup> José da Silva Pacheco,<sup>151</sup>

147. Sérgio Pinto Martins, “Alienação da recuperação judicial e sucessão trabalhista”, *LTr – Suplemento Trabalhista* 098/2007.

148. Kleber Bissolatti, “Alienação de unidade produtiva isolada”, cit., in Daniel C. Costa (org.), *Comentários Completos à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, vol. II, pp. 117-119 e 193-230.

149. Fábio Ulhoa Coelho, *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, cit., 9ª ed., pp. 472-477.

150. Jorge Lobo, *Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, São Paulo, Saraiva, 2005.

151. José da Silva Pacheco, *Processo de Recuperação judicial, Extrajudicial e Falência*, Rio de Janeiro, Forense, 2006.

144. TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 2118615-27.2014.8.26.0000, rel. Des. José Reynaldo, j. 25.7.2014.

145. Luís Fernando Valente de Paiva e Giuliano Colombo, “Venda de ativos na recuperação judicial: evolução, desafios e oportunidades”, cit., in Luís V. Elias, *10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências – Reflexões sobre a Reestruturação Empresarial no Brasil*, pp. 267-281.

146. Sérgio Campinho, *Falência e Recuperação da Empresa – O Novo Regime da Insolvência Empresarial*, 6ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2012, pp. 186-188.

Marcelo Papaléo de Souza,<sup>152</sup> Amador Paes de Almeida e André Luiz Paes de Almeida,<sup>153</sup> reconhece a exclusão das contingências trabalhistas, não havendo sucessão das obrigações decorrentes da legislação do trabalho.

Vale notar, porém, que a não incidência de sucessão trabalhista não impede a celebração de um novo contrato de trabalho com os antigos trabalhadores, hipótese na qual, segundo Sebastião Roque,<sup>154</sup> o adquirente só irá se responsabilizar por contingências trabalhistas dele decorrentes.

A justificativa para a interpretação desta parte da doutrina consiste no reconhecimento da constitucionalidade da ausência de sucessão, por respeitar o princípio da proporcionalidade e ser necessária para que a operação de venda seja bem-sucedida. Entende-se que a medida seria, inclusive, benéfica, de certo modo, aos próprios trabalhadores, uma vez que, segundo Kleber Bissolatti,<sup>155</sup> o valor obtido com a venda do ativo atrativo poderia ser usado para sanar a crise da empresa, adimplir outros créditos trabalhistas e até mesmo conservar a posição dos empregados na companhia.

Desse modo, parece ser mais adequado admitir que não há sucessão de obrigações trabalhistas – entendimento que está em melhor consonância com o art. 47 da LREF e foi consolidado pelo Enunciado 47 da Primeira Jornada de Direito Comercial.<sup>156</sup>

152. Marcelo Papaléo de Souza, *A Nova Lei de Recuperação e Falência e suas Consequências no Direito e no Processo do Trabalho*, São Paulo, LTr, 2006, p. 188.

153. Amador Paes de Almeida e André Luiz Paes de Almeida, “A sucessão trabalhista na recuperação judicial”, *LTr* 71-04/445.

154. Sebastião José Roque, *Direito de Recuperação de Empresas*, São Paulo, Ícone, 2005, pp. 265-274.

155. Kleber Bissolatti, “Alienação de unidade produtiva isolada”, cit., in Daniel C. Costa (org.), *Comentários Completos à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, vol. II, pp. 117-119 e 193-230.

156. “Enunciado n. 47. Nas alienações realizadas nos termos do art. 60 da Lei n. 11.101/2005, não

2.8.4.2 *Jurisprudência* – A ação direta de inconstitucionalidade<sup>157</sup> proposta pelo Partido Democrático Trabalhista/PDT contra os arts. 60, parágrafo único, 83, I e IV, e 141, II, é o caso paradigmático a respeito do reconhecimento da não incidência de sucessão na alienação de bens de empresa em recuperação judicial. Isso porque o STF concluiu pela constitucionalidade dos dispositivos, entendendo que a Constituição Federal não contém regra expressa sobre o direito de cobrança dos créditos trabalhistas em face do adquirente de ativos de empresa nestas circunstâncias.

Além disso, a Corte reconheceu que não haveria ofensa direta a quaisquer valores implícita ou explicitamente protegidos pela Constituição, mas apenas embate de princípios constitucionais que deveriam ser sopesados.

Diante da ponderação de tais princípios, o STF optou pela prevalência daqueles que considerou mais adequados para a disciplina da recuperação da empresa, corroborando, ainda, o argumento de que a ausência de sucessão não ensejaria prejuízos aos trabalhadores, na medida em que estimularia maiores ofertas pelos interessados na aquisição, e isso aumentaria os valores que poderiam ser utilizados para pagar prioritariamente os créditos trabalhistas, além de possibilitar a preservação de empregos, pela continuidade da atividade empresarial.

Outro tema relevante decidido pela jurisprudência versa sobre o conflito de competência entre os tribunais para análise da incidência, ou não, da sucessão trabalhista sobre a alienação de UPI. A decisão do STJ em caso envolvendo Casa e Vídeo Rio de Janeiro S/A e os Juízos de Direito da 5ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro e da 27ª Vara

há sucessão do adquirente nas dívidas do devedor, inclusive nas de natureza tributária, trabalhista e decorrentes de acidentes de trabalho.”

157. STF, ADI 3.934-DF, rel. Min. Ricardo Lewandowski, j. 27.5.2009.



do Trabalho do Rio de Janeiro consolidou o entendimento no sentido de que, “estabelecido no plano de recuperação como medida para o soerguimento das empresas recuperandas a alienação de unidade produtiva isolada, compete ao juízo em que tramita a recuperação decidir acerca da sucessão dos ônus e obrigações”.<sup>158</sup>

**2.8.4.3 Sucessão tributária** – No tocante ao segundo embate, por sua vez, existe divergência doutrinária a respeito da necessidade de aprovação do plano de recuperação judicial em assembleia-geral de Credores para que a alienação possa se eximir da sucessão.

O posicionamento mais consolidado na doutrina defende que a alienação só é isenta de sucessão caso cumpra alguns requisitos, identificados por Kleber Bissolatti:<sup>159</sup> (i) o ativo alienado deve ser uma UPI; (ii) a operação de venda deve ser realizada nos termos do art. 142 da LREF; (iii) deve haver aprovação da alienação em plano apresentado à assembleia-geral de credores; e (iv) homologação do referido plano pelo magistrado competente.

Luís Felipe Salomão, Paulo Santos<sup>160</sup> e Écio Perin Jr.,<sup>161</sup> em mesmo sentido, defendem que a alienação não autorizada pelo plano de recuperação não isenta o adquirente de sucessão tributária, já que a autorização seria imprescindível para minimizar a ocorrência de fraudes ou a ausência de bens suficientes

para que a empresa em recuperação salde seus créditos.

Tal entendimento majoritário parece acertado, uma vez que evita interpretações enviesadas e disfuncionais da LREF em prol da figura do empresário e de seu enriquecimento. É por esse motivo que a necessidade de aprovação do plano de recuperação judicial em assembleia para que se admita a ausência de sucessão é instrumento essencial para a garantia da transparência da operação e observância de sua função social.

Luís Paiva e Giuliano Colombo,<sup>162</sup> porém, apresentam posicionamento divergente, segundo o qual o art. 60, parágrafo único, deve ser interpretado de forma flexível e pragmática. Em sua opinião, o objetivo disso é atender à necessidade da empresa de fazer uma alienação célere, segura, transparente e que minimize o valor de perda e depreciação do ativo, maximizando o preço por ele obtido. Para tanto, a alienação de UPI em momento anterior ao da autorização do plano de recuperação pela assembleia-geral de credores (vendas *free and clear*) também seria beneficiada pela proteção conferida pelos arts. 60, parágrafo único, e 141, II.

**2.8.4.4 Jurisprudência** – Embora, de modo geral, a jurisprudência reconheça que as alienações de UPI se eximem da sucessão tributária, há casos interessantes nos quais se analisa a sucessão de obrigações perante credores e até mesmo consumidores.

Primeiramente, o agravo de instrumento interposto por Gestión Sexta Avenida, S.A.U. (incorporadora da IB-MEI S.A.U.) em face de decisão que homologou o plano de recuperação de Voges Metalúrgica Ltda.<sup>163</sup>

162. Luís Fernando Valente de Paiva e Giuliano Colombo, “Venda de ativos na recuperação judicial: evolução desafios e oportunidades”, cit., in Luís V. Elias, *10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências – Reflexões sobre a Reestruturação Empresarial no Brasil*, pp. 267-281.

163. TJRS, 6ª Câmara Cível, AI 70062143490, rel. Des. Luís Augusto Coelho Braga, j. 7.4.2016.

158. STJ, CComp 139.528-RJ (2015/0077358-2), rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino, DJU 14.4.2015.

159. Kleber Bissolatti, “Alienação de unidade produtiva isolada”, cit., in Daniel C. Costa (org.), *Comentários Completos à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, vol. II, pp. 117-119 e 193-230.

160. Luís Felipe Salomão e Paulo P. Santos, *Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência – Teoria e Prática*, Rio de Janeiro: Forense, 2012, pp. 275 e 276.

161. Écio Perin Jr., *Curso de Direito Falimentar e Recuperação de Empresas*, cit., 4ª ed., pp. 192-194.

versa sobre a manutenção da atividade da empresa condicionada à alienação de UPI, em que o adquirente estaria encarregado do adimplemento dos credores, o que violaria a não incidência de sucessão nos termos do art. 60, parágrafo único. A decisão concluiu, porém, que não haveria violação ao referido dispositivo da LREF, pois o pagamento dos credores não seria feito de forma direta, mas pela previsão de manutenção das garantias em favor deles.

Em segundo lugar, no tocante à discussão a respeito da sucessão de obrigações envolvendo relações de consumo, merece destaque o recurso cível interposto por Varig Log (controladora da VRG Linhas Aéreas S/A e adquirente da Varig, unidade produtiva isolada atinente ao transporte de passageiros)<sup>164</sup> em face de um passageiro que teve seu voo cancelado. No caso, a recorrente sustenta que não tem qualquer responsabilidade pela sucessão das obrigações da UPI adquirida, inclusive perante consumidores, em razão do disposto no art. 60. Apesar de o Tribunal ter entendido que houve, de fato, transferência das obrigações referentes a consumidores, decidiu pela não incidência da sucessão no caso concreto, uma vez que a operação de compra e venda da UPI ainda estava sob o efeito de condição suspensiva. Isso porque o pagamento pelo negócio só terminou de ser feito após alguns meses, momento em que foi concedida a autorização da ANAC, órgão governamental responsável pela realização de transporte de passageiros.

**2.8.4.5 Fraude** – Diante do exposto, nota-se que o tema da sucessão é pautado por algumas divergências doutrinárias, sendo pacífico, contudo, que, conforme dispõe o art. 141, § 1º, da LREF, a alienação de UPI não pode se eximir de sucessão quando for feita para (i) sócio da empresa em recuperação ou

de empresa por ela controlada, (ii) parente em linha reta ou colateral até o 4º grau, consanguíneo ou afim, da empresa ou de seu sócio e (iii) agente da empresa em recuperação que tenha como objetivo fraudar a sucessão.

É por esse motivo que Kleber Bissolatti<sup>165</sup> defende a restrição do benefício da sucessão ao estabelecimento ou fundo de comércio alienado, de modo a evitar possíveis fraudes na operação. Ainda, conforme afirmaram Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Carlos Abrão,<sup>166</sup> minimizar a assimetria de informações existentes no momento da alienação de bens pode ser uma forma de diminuir a ocorrência de fraudes (*rent seeking*).

### 2.8.5 Modalidades de alienação

A alienação de UPI deve ser feita conforme os dispositivos do art. 142 da LREF – portanto, por leilão ou lances orais, propostas fechadas ou pregão. Sebastião Roque<sup>167</sup> defende que primeiramente deve haver avaliação do ativo em questão por meio de perícia técnica especializada, sendo que o valor identificado pelo perito, então, será considerado a oferta inicial.

Após essa avaliação, independentemente da forma de venda do ativo, a empresa em recuperação fica dispensada de apresentar quaisquer certidões negativas e deve divulgar o edital em jornal de ampla circulação, dando-lhe publicidade com antecedência mínima de 15 dias para os casos de bens imóveis e 30 dias para os demais ativos.

165. Kleber Bissolatti, “Alienação de unidade produtiva isolada”, cit., in Daniel C. Costa (org.), *Comentários Completos à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, vol. II, pp. 117-119 e 193-230.

166. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Carlos Henrique Abrão (orgs.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, São Paulo, Saraiva, 2007, pp. 418-435.

167. Sebastião José Roque, *Direito de Recuperação de Empresas*, cit., pp. 265-274.

164. TJRS, 1ª Turma Recursal Cível, Recurso Cível 71001209287, rel. Des. João Pedro Cavalli Jr., j. 16.8.2007.

Caso haja impugnação da alienação pelos credores interessados ou membros do Ministério Público em até 48 horas da venda, o juiz competente deve decidir pela validação, ou não, da operação efetuada no prazo de 5 dias.

O pagamento pelo bem adquirido, por sua vez, de modo geral, deve ser realizado no prazo de 24 horas e em qualquer instituição financeira definida pelo comitê de credores ou assembleia, o que difere do Decreto-lei 7.661/1945, segundo o qual só se admitia o depósito na Caixa Econômica. Tal depósito constitui, então, o pecúlio que deverá ser proporcionalmente distribuído entre os credores.

No tocante às características específicas de cada modalidade de venda, nota-se que a alienação de unidade produtiva por leilão público é pautada pela realização em hastas públicas, com um leiloeiro oficial, bem como pela presença de um representante do Ministério Público. Ainda, deve se dar pelo maior valor oferecido, o que no primeiro leilão depende da observância do preço mínimo identificado na avaliação, mas em segundo leilão parte de qualquer preço. A entrega do bem só é feita após 48 horas, quando constatado o efetivo pagamento.

Já, a venda por propostas envolve uma concorrência pública em que os interessados em adquirir a UPI devem apresentar suas propostas a um escrivão por meio de um envelope lacrado, tendo como valor mínimo o identificado na avaliação. Os envelopes serão abertos pelo juiz em data, local e hora designados no edital e diante da presença dos interessados e do representante do Ministério Público, vencendo, diante disso, a melhor proposta.

A venda por preção, por sua vez, é uma modalidade híbrida que envolve a apresentação de propostas, em um primeiro momento, seguida da realização de um leilão com lances orais, do qual participam apenas os ofertantes com propostas não inferiores a 90% da maior oferta. Na hipótese de não ha-

ver lance superior à maior oferta, tal ofertante é obrigado a adimplir a diferença verificada.

Por fim, é possível identificar, ainda, a ocorrência de outras modalidades de venda além das previstas no art. 142 da LREF. Nestas hipóteses, Sebastião Roque<sup>168</sup> defende a necessidade de aprovação por credores representantes de mais de 2/3 do crédito da companhia, além da homologação pelo juiz competente. Contudo, reconhece casos nos quais, por motivo fundamentado, o magistrado pode aprovar a alienação mesmo sem a aceitação de 2/3 dos credores.

Giuliano Colombo e Luís Paiva<sup>169</sup> ainda discutem a alienação de UPI por meio de operações conhecidas como *stalking horses*, por meio das quais há ofertas concretas e vinculativas, sendo escolhida a de valor mais elevado. Diante disso, é celebrado um contrato de compra e venda sujeito a várias condições suspensivas e competitivas. Operações como esta têm vantagens, tais como a previsibilidade, segurança a respeito às condições de compra e venda, visibilidade e acesso à informação sobre a destinação dos recursos obtidos.

*2.8.5.1 Jurisprudência* – A análise do agravo em recurso especial interposto por TradeInvest – Empreendimentos e Participações Ltda. em face de Cerâmica Chiarelli S/A<sup>170</sup> demonstra que a observância dos requisitos legais previstos no art. 142 é essencial para a operação de alienação de UPI, pois caso contrário haveria incidência de sucessão.

168. Idem, pp. 265-274.

169. Luís Fernando Valente de Paiva e Giuliano Colombo, “Venda de ativos na recuperação judicial: evolução, desafios e oportunidades”, cit., in Luís V. Elias, *10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências – Reflexões sobre a Reestruturação Empresarial no Brasil*, pp. 267-281.

170. STJ, Ag no REsp 479.486-SP (2014/0039243-0), rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, j. 21.3.2016.

A decisão monocrática defende que a alienação deve ser feita: (i) em hasta pública, na modalidade leilão, por lances orais; (ii) propostas fechadas; ou (iii) pregão, “afinal, a Lei n. 11.101/2005, ao determinar a aplicação do art. 142 à alienação de filiais (prevista no art. 60), visa a assegurar aos credores o melhor lance oferecido em hasta pública, a ser realizada nos termos do art. 142 daquele diploma legal”. Consequentemente, nota-se que vendas sem publicidade e transparência, por ensejarem maior risco de fraude, geram sucessão.

O agravo de instrumento interposto por Nova Vidro Indústria e Comércio S/A em face de Verset Empreendimentos Imobiliários,<sup>171</sup> por sua vez, apresenta outra discussão interessante a respeito do tema. Neste processo é analisado se a anulação do plano de recuperação teria impacto sobre o leilão de UPI e as obrigações assumidas em decorrência, anulando-os também, como consequência.

No caso, a agravante Nova Vidro, após adquirir a UPI da empresa Vidropol Indústria e Comércio Ltda. – em recuperação judicial –, firmou contrato de locação com a agravada Verset para exercer a atividade empresarial da unidade produtiva adquirida em imóvel de sua propriedade.

Contudo, a desconstituição do plano de recuperação da empresa Vidropol, após o leilão que resultou na aquisição da UPI pela agravante, obrigou-a a devolver o imóvel para a empresa em recuperação. Diante disso, Nova Vidro alegou que seria parte ilegítima para adimplir eventuais aluguéis decorrentes do contrato de locação, já que o imóvel não seria mais de sua propriedade.

A decisão em primeira instância concluiu que não se poderia reconhecer a eficácia da alienação da UPI, pois isso seria uma fragmentação de algo que integra um conteúdo

indivisível, cujo cumprimento é necessário para evitar a falência da recuperanda. Em outras palavras: a exclusão do complexo de bens da UPI do acervo patrimonial poderia ser prejudicial aos credores, já que, com a rejeição do plano, poderiam exercer seus direitos e a tutela de seus créditos em relação à unidade produtiva em questão. Por esse motivo, a rejeição do plano deveria ser considerada *in totum*, o que incluiria o leilão da UPI.

O TJSP, porém, diante dos fatos, concluiu que com a suspensão do plano de recuperação haveria necessidade de adimplir as dívidas decorrentes do contrato de locação. Tais débitos, ainda, deveriam ser pagos pela agravante, já que permaneceria intacto o negócio jurídico por ela celebrado. O TJSP entendeu também que a apresentação de novo plano de recuperação pelos credores poderia conter previsões que não impactassem as relações jurídicas já celebradas com a recuperanda, de modo que o leilão que resultou na alienação da UPI em questão não sofresse qualquer tipo de consequência.

Já, no tocante à avaliação da unidade produtiva a ser alienada, merece destaque o agravo de instrumento interposto por Usina Carolo S/A – Açúcar e Alcool (em recuperação judicial), MCC Empreendimentos e Participações Ltda., AMC Empreendimentos e Participações Ltda., Agropecuária Santa Catarina S/A, MC3 Agropecuária Ltda., Santo Expedito Agropecuária Ltda., Agropecuária 2 C Ltda., Planalto Agroindustrial Ltda. e Alexandre Borges Leite (administrador judicial), em face do Juízo.<sup>172</sup>

O caso discute a alteração do preço mínimo para leilão da UPI sem aprovação dos credores, elevando-o para montante superior ao previsto na avaliação realizada para o plano de recuperação. Com isso, o plano teria sido desrespeitado e o valor elevado

171. TJSP, AI 2213986-18.2014.8.26.0000, rela. Des. Daise Fajardo Nogueira Jacot, j. 28.4.2015.

172. TJSP, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, AI 2168826-33.2015.8.26.0000, rel. Des. Manoel de Queiroz Pereira Calças, j. 3.2.2016.

seria prejudicial à empresa recuperanda, por ser pouco atrativo a eventuais compradores.

Diante disso, o Tribunal decidiu que não haveria qualquer tipo de descumprimento do referido plano, mas apenas adequação a fato superveniente à homologação, uma vez que o valor previsto na avaliação se referia apenas aos bens móveis da UPI e a elevação de seu preço mínimo seria decorrente da aferição posterior de seus bens imóveis. Logo, a manutenção do preço mínimo em montante inferior ao posteriormente aferido deveria ser aprovada em assembleia-geral de credores, caso contrário não seria admissível, por prejudicar os *stakeholders*. Nota-se, porém, que conferir tal poder de decisão aos credores pode ser problemático, pois faz com que possam definir questões para as quais não têm competência.

### 2.8.6 Análise crítica

Diante de todo o exposto, é possível concluir que a alienação de UPI é importante instrumento no processo de recuperação da empresa, uma vez que garante liquidez necessária à recuperanda para adimplir suas obrigações perante *stakeholders* e viabiliza a manutenção e o desenvolvimento de uma unidade produtiva que tem condições econômicas e financeiras favoráveis.

Para tanto, é mais vantajoso adotar o conceito amplo, extensivo e flexível de UPI, de modo a abarcar a maior quantidade de ativos e operações empresariais possíveis que caracterizam a dinâmica e globalizada realidade econômica atual. Por esse motivo, é também acertado o posicionamento doutrinário que defende o reconhecimento da homologação, pelo magistrado competente, de modalidades de venda que extrapolam o rol previsto no art. 142 da LREF.

A ausência de sucessão das obrigações trabalhistas e tributárias, por sua vez, despon-ta como novidade de extremo relevo para o sucesso da operação de compra e venda da

UPI, uma vez que torna mais atrativa sua aquisição e, conseqüentemente, beneficia os *stakeholders*, com destaque para os próprios trabalhadores da unidade alienada. Contudo, dada sua relevância, alienações de UPI anteriores à aprovação do plano de recuperação não devem ser abarcadas pelos dispositivos dos arts. 60, parágrafo único, e 141, II, por não observarem a função social da empresa e favorecerem o enriquecimento indevido do empresário.

### 3. Conclusão

A LREF foi responsável por profunda alteração do marco regulatório do sistema concursal brasileiro, substituindo o antigo Decreto-lei 7.661/1945 e impondo fim ao bastante criticado instituto da concordata, que não eram considerados aptos para, de fato, promover a recuperação das empresas economicamente viáveis.

Dentre as principais mudanças trazidas pela LRF, certamente ocupam posição de relevo a criação do instituto da recuperação judicial e a adoção de uma linha hermenêutica centrada nos princípios da preservação da empresa recuperável e da função social da empresa. Essas relevantes mudanças foram acompanhadas do deslocamento do poder decisório para os credores da empresa em situação de crise. Na recuperação judicial, por exemplo, são eles os responsáveis pela aprovação ou rejeição do plano de recuperação judicial.

Essa maior concentração de poder nas mãos dos credores justifica o posicionamento defendido no decorrer deste artigo no sentido de que o Poder Judiciário deve ter mecanismos para intervir, inclusive em questões de mérito, nas situações relacionadas à recuperação e à falência, a despeito de a interpretação literal da legislação em muitas ocasiões restringir o julgador à mera posição homologatória das decisões da assembleia-geral de credores. Exemplos da

necessidade de maior ativismo judicial em matéria concursal podem ser observados em diversas passagens deste artigo.

Essa necessidade de maior intervenção judicial, entretanto, não pode ser vista de forma irrestrita, devendo-se estabelecer critérios – preferencialmente objetivos – que pautem essa atuação mais incisiva dos julgadores. Caso contrário, em prol da justificável maximização dos efeitos dos princípios da preservação da empresa e da função social da empresa se estaria atentando contra o princípio da segurança jurídica. Nesse sentido que se destaca o importante papel a ser desempenhado pela doutrina, diante da ausência de definição pelo legislador dos critérios a serem utilizados para eventual intervenção.

Obviamente, não obstante se defenda a determinação desses critérios recorrendo-se às próprias normas e princípios do sistema concursal brasileiro, reconhece-se que a LREF possui lacunas sensíveis que justificariam a revisão de dispositivos pontuais do texto normativo. A título exemplificativo, remete-se à crítica feita à incidência subjetiva da LREF, que exclui de seu ambiente subjetivo de aplicação as organizações integrantes do mercado que não se organizem sob a forma de sociedade empresária.

Quanto ao questionamento que intitula este trabalho, sobre a formação de um novo direito concursal, entende-se que tanto a existência de lacunas sensíveis que podem ser observadas na LREF como a necessidade de uma atuação pelo magistrado diversa daquela propugnada pelo texto posto justificam a defesa de uma nova visão acerca do direito de recuperação de empresas e falência, objetivando maior adequação à realidade jurídica e econômica do Brasil. Nesse contexto, a despeito da recomendação de alterações pontuais na legislação, a jurisprudência e a doutrina assumem papéis essenciais e transformadores para o desenvolvimento desses importantes institutos que regem as instituições atuantes no mercado – e não

apenas as sociedades empresárias – em situação de crise.

As considerações deste trabalho configuram, enfim, reflexões que se pretendem adequadas para maximizar os objetivos pretendidos pela LREF, sempre visando à preservação da empresa, considerada a sua função social.

### **Referências bibliográficas**

- ABRÃO, Carlos Henrique, e TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (orgs.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. São Paulo, Saraiva, 2007.
- . *Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo, Saraiva, 2005.
- ADAMEK, Marcelo Vieira von (org.). *Temas do Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo, Malheiros Editores, 2011.
- ALMEIDA, Amador Paes de, e ALMEIDA, André Luiz Paes de. “A sucessão trabalhista na recuperação judicial”. *LTr* 71-04.
- BATISTA, Carolina, CAMPANA FILHO, Paulo, CEREZETTI, Sheila C. Neder, e MIYAZAKI, Renata. “A prevalência da vontade da assembleia-geral de credores em questão: o *cram down* e a apreciação judicial do plano aprovado por todas as classes”. *RDM* 143/202-242 (Nova Série). Ano XLV. São Paulo, Malheiros Editores, julho-setembro/2006.
- BENETI, Sidnei Agostinho. “O processo da recuperação judicial”. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (org.). *Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo, Quartier Latin, 2005.
- BERNARDI, Ricardo. In: PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes, e SOUZA JR., Francisco Satiro de (orgs.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*. 2ª ed. São Paulo, Ed. RT, 2007.
- BEZERRA FILHO, Manuel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 9ª ed. São Paulo, Ed. RT, 2013.
- . *Lei de Recuperação de Empresas e Falências Comentada*. 6ª ed. São Paulo, Ed. RT, 2009.
- BISSOLATTI, Kleber. “Alienação de unidade produtiva isolada”. In: COSTA, Daniel C.

- (org.). *Comentários Completos à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. vol. II (*Recuperação Judicial e Extrajudicial*). Curitiba, Juruá, 2015.
- BOOTH, Charles D. “The cram down on secured creditors: an impetus toward settlement”. *The American Bankruptcy Law Journal* 60/69. N. 1. 1986.
- BORGES FILHO, Daltro de Campos. In: CERREZETTI, Sheila C. Neder, e MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (orgs.). *Dez Anos da Lei n. 11.101/2005: Estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*. 1ª ed. São Paulo, Livraria Almedina, 2015.
- BUSCHINELLI, Gabriel Saad. *Abuso do Direito de Voto na Assembleia-Geral de Credores*. 186. Dissertação de Mestrado em Direito Comercial/Faculdade de Direito da USP. São Paulo, 2013.
- CAMPANA FILHO, Paulo, BATISTA, Carolina, CERREZETTI, Sheila C. Neder, e MIYAZAKI, Renata. “A prevalência da vontade da assembleia-geral de credores em questão: o *cram down* e a apreciação judicial do plano aprovado por todas as classes”. *RDM* 143/202-242 (Nova Série). Ano XLV. São Paulo, Malheiros Editores, julho-setembro/2006.
- CAMPINHO, Sérgio. *Falência e Recuperação da Empresa – O Novo Regime da Insolvência Empresarial*. 6ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 2012.
- CERREZETTI, Sheila C. Neder. *A Recuperação Judicial de Sociedades por Ações. O Princípio da Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência*. São Paulo, Malheiros Editores, 2012.
- . “As classes de credores como técnica de organização de interesses”. In: SOUZA JR., Francisco Satiro de, e TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (orgs.). *Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções*. São Paulo, Quartier Latin, 2012.
- CERREZETTI, Sheila C. Neder, BATISTA, Carolina, CAMPANA FILHO, Paulo, e MIYAZAKI, Renata. “A prevalência da vontade da assembleia-geral de credores em questão: o *cram down* e a apreciação judicial do plano aprovado por todas as classes”. *RDM* 143/202-242 (Nova Série). Ano XLV. São Paulo, Malheiros Editores, julho-setembro/2006.
- CERREZETTI, Sheila C. Neder, e MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (orgs.). *Dez Anos da Lei n. 11.101/2005: Estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*. 1ª ed. São Paulo, Livraria Almedina, 2015.
- COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. 8ª ed., 2ª tir. São Paulo, Saraiva, 2011; 9ª ed. São Paulo, Saraiva, 2013.
- . *Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. 6ª ed. São Paulo, Saraiva, 2009.
- . “O credor colaborativo na recuperação judicial”. In: SOUZA JR., Francisco Satiro de, e TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de (orgs.). *Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções*. São Paulo, Quartier Latin, 2012.
- COLOMBO, Giuliano, e PAIVA, Luiz Fernando Valente de. “Venda de ativos na recuperação judicial: evolução, desafios e oportunidades”. In: ELIAS, Luís V. *10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências – Reflexões sobre a Reestruturação Empresarial no Brasil*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- COMPARATO, Fábio Konder, e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 2014.
- CORRÊA LIMA, Osmar Brina, e CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (orgs.). *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- COSTA, Daniel C. (org.). *Comentários Completos à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. vol. II (*Recuperação Judicial e Extrajudicial*). Curitiba, Juruá, 2015.
- DIAS, Leonardo A. R. *Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência*. São Paulo, Quartier Latin, 2014.
- EIZIRIK, Nelson. “Interpretação dos arts. 60 e 145 da Lei de Recuperação de Empresas e Falências”. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (org.). *Temas do Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo, Malheiros Editores, 2011.
- ELIAS, Luís V. *10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências – Reflexões sobre a Reestruturação Empresarial no Brasil*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- FILKENSTEIN, Maria Eugênia Reis, e PROENÇA, José Marcelo Martins (orgs.). *Direito Societário: Gestão de Controle*. São Paulo, Saraiva, Série GVLaw, 2008.

- FRANCO, Gustavo Lacerda. “As recentes mudanças no tratamento dispensado pela Lei n. 11.101/2005 às microempresas e empresas de pequeno porte na recuperação judicial: progresso ou retrocesso?”. *Revista Comercialista* 13. Edição Especial: *Direito das Empresas em Crise*. Ano 4. São Paulo.
- . “Entrevista: Daniel Carnio Costa e Paulo Furtado de Oliveira Filho: os Magistrados apresentam à *Comercialista* seu entendimento sobre temas polêmicos no direito das empresas em crise?”. *Revista Comercialista* 5/7-23. N. 13. São Paulo, maio/2015.
- FRANCO, Vera Helena de Mello, e SZTAJN, Rachel. *Falência e Recuperação da Empresa em Crise – Comparação com as Posições do Direito Europeu*. São Paulo, Elsevier, 2008.
- GUERRA, Luiz. *Falências e Recuperações de Empresas – Crise Econômico-Financeira – Comentários à Lei de Recuperações e de Falências*. vol. 3. Brasília, Guerra, 2011.
- GUERREIRO, Carolina Dias Tavares, MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R., e WARDE JR., Walfrido Jorge (orgs.). *Direito Empresarial e outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo, Quartier Latin, 2013.
- LOBO, Jorge. In: ABRÃO, Carlos Henrique, e TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (orgs.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. São Paulo, Saraiva, 2007.
- . *Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo, Saraiva, 2005.
- MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano, e CERZETTI, Sheila C. Neder (orgs.). *Dez Anos da Lei n. 11.101/2005: Estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*. 1ª ed. São Paulo, Livraria Almedina, 2015.
- MARTINS, Sérgio Pinto. “Alienação da recuperação judicial e sucessão trabalhista”. *LTr – Suplemento Trabalhista* 098/2007.
- MILANI, Mário Sérgio. *Lei de Recuperação Judicial, Recuperação Extrajudicial e Falência Comentada*. São Paulo, Malheiros Editores, 2011.
- MIYAZAKI, Renata, BATISTA, Carolina, CAMPANA FILHO, Paulo, e CERZETTI, Sheila C. Neder. “A prevalência da vontade da assembleia-geral de credores em questão: o *cram down* e a apreciação judicial do plano aprovado por todas as classes”. *RDM* 143/202-242 (Nova Série). Ano XLV. São Paulo, Malheiros Editores, julho-setembro/2006.
- MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R., GUERREIRO, Carolina Dias Tavares, e WARDE JR., Walfrido Jorge (orgs.). *Direito Empresarial e outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo, Quartier Latin, 2013.
- MOREIRA, Alberto Camina. In: CERZETTI, Sheila C. Neder, e MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (orgs.). *Dez Anos da Lei n. 11.101/2005: Estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*. 1ª ed. São Paulo, Livraria Almedina, 2015.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Anotações sobre os limites do poder jurisdicional”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 36. Ano 10. São Paulo, Ed. RT, abril-junho/2007.
- . “Comentários ao art. 58”. In: PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes, e SOUZA JR., Francisco Satiro de (orgs.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*. 2ª ed. São Paulo, Ed. RT, 2007.
- NEGRÃO, Ricardo. *Aspectos Objetivos da Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 4ª ed. São Paulo, Saraiva, 2010.
- . *Manual de Direito Comercial e de Empresa*. 7ª ed., vol. 3. São Paulo, Saraiva, 2012.
- PACHECO, José da Silva. *Processo de Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência*. Rio de Janeiro, Forense, 2006.
- PAIVA, Luiz Fernando Valente de (org.). *Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo, Quartier Latin, 2005.
- PAIVA, Luiz Fernando Valente de, e COLOMBO, Giuliano. “Venda de ativos na recuperação judicial: evolução, desafios e oportunidades”. In: ELIAS, Luís V. *10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências – Reflexões sobre a Reestruturação Empresarial no Brasil*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues. “Comentários ao art. 1º”. In: PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes, e SOUZA JR., Francisco Satiro de (orgs.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*. 2ª ed. São Paulo, Ed. RT, 2007.



- PERIN JR., Écio. *Curso de Direito Falimentar e Recuperação de Empresas*. 4ª ed. São Paulo, Saraiva, 2011.
- PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes, e SOUZA JR., Francisco Satiro de (orgs.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*. 2ª ed. São Paulo, Ed. RT, 2007.
- PROENÇA, José Marcelo Martins. “Função social da sociedade – Convivência entre interesse público e interesse privado”. In: FILKENSTEIN, Maria Eugênia Reis, e PROENÇA, José Marcelo Martins (orgs.). *Direito Societário: Gestão de Controle*. São Paulo, Saraiva, Série GVLaw, 2008.
- . “Os novos horizontes do direito concursal – Uma crítica ao contínuismo prescrito pela Lei n. 11.101/2005”. *RDM* 151/47-64. Ano XLVIII. São Paulo, Malheiros Editores, janeiro-dezembro/2009.
- PROENÇA, José Marcelo Martins, e FILKENSTEIN, Maria Eugênia Reis (orgs.). *Direito Societário: Gestão de Controle*. São Paulo, Saraiva, Série GVLaw, 2008.
- ROQUE, Sebastião José. *Direito de Recuperação de Empresas*. São Paulo, Ícone, 2005.
- SALOMÃO, Luís Felipe, e SANTOS, Paulo P. *Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência – Teoria e Prática*. Rio de Janeiro, Forense, 2012.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo, Malheiros Editores, 2011.
- SALOMÃO FILHO, Calixto, e COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 2014.
- SANTOS, Milton. *A Natureza do Espaço: Técnica e Tempo, Razão e Emoção*. São Paulo, Hucitec, 1996.
- SANTOS, Paulo P., e SALOMÃO, Luís Felipe. *Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência – Teoria e Prática*. Rio de Janeiro, Forense, 2012.
- SOUZA, Marcelo Papaléo de. *A Nova Lei de Recuperação e Falência e suas Consequências no Direito e no Processo do Trabalho*. São Paulo, LTr, 2006.
- SOUZA JR., Francisco Satiro de. In: GUERREIRO, Carolina Dias Tavares, MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R., e WARDE JR., Walfrido Jorge (orgs.). *Direito Empresarial e outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo, Quartier Latin, 2013.
- SOUZA JR., Francisco Satiro de, e PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (orgs.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*. 2ª ed. São Paulo, Ed. RT, 2007.
- SOUZA JR., Francisco Satiro de, e TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (orgs.). *Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções*. São Paulo, Quartier Latin, 2012.
- SZTAJN, Rachel. “Comentários aos arts. 139 a 167”. In: ABRÃO, Carlos Henrique, e TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (orgs.). *Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo, Saraiva, 2005.
- . In: PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes, e SOUZA JR., Francisco Satiro de (orgs.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005*. 2ª ed. São Paulo, Ed. RT, 2007.
- SZTAJN, Rachel, e FRANCO, Vera Helena de Mello. *Falência e Recuperação da Empresa em Crise – Comparação com as Posições do Direito Europeu*. São Paulo, Elsevier, 2008.
- TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. “Recuperação judicial – Alienação de unidade produtiva isolada”. *RDM* 164-165/199-211. São Paulo, Malheiros Editores, janeiro-agosto/2013.
- . “Recuperação judicial, sociedades anônimas, debêntures, assembleia-geral de credores, liberdade de associação, boa-fé objetiva, abuso de direito, *cram down*, *par conditio creditorum*”. *RDM* 142/263-281. São Paulo, Malheiros Editores, 2006.
- TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, e ABRÃO, Carlos Henrique (orgs.) *Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo, Saraiva, 2005.
- . *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. São Paulo, Saraiva, 2007.
- TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, e POPPA, Bruno. “UPI e estabelecimento: uma visão crítica”. In: SOUZA JR., Francisco Satiro de, e TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (orgs.). *Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções*. São Paulo, Quartier Latin, 2012.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, e SOUZA JR., Francisco Satiro de (orgs.). *Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções*. São Paulo, Quartier Latin, 2012.

TORRES, Ricardo Lobo. In: *Revista Fórum de Direito Tributário/RFDT* 43. Ano 8. Belo Horizonte, Fórum, janeiro-fevereiro/2010.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. In: CEREZETTI, Sheila C. Neder, e MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (orgs.). *Dez Anos*

*da Lei n. 11.101/2005: Estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*. 1ª ed. São Paulo, Livraria Almedina, 2015.

WARDE JR., Walfrido Jorge, GUERREIRO, Carolina Dias Tavares, e MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R. (orgs.). *Direito Empresarial e outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo, Quartier Latin, 2013.

# Doutrina & Atualidades

## O DIREITO DO CONSUMIDOR E O FINANCIAMENTO DA ATIVIDADE EMPRESARIAL

DANIEL SILVA QUEIROGA

*1. Introdução e delimitação do tema. 2. O financiamento da atividade empresarial e a relação de consumo. 3. A caracterização da relação de consumo e o financiamento da atividade empresarial. 4. O finalismo aprofundado aplicado ao financiamento da atividade empresarial: cautela ou necessidade?. 5. Conclusão.*

**Resumo:** O entendimento de que o Código de Defesa do Consumidor/CDC se aplica aos bancos e às instituições financeiras desde edição da Súmula 297 do STJ e do julgamento da ADI 2.591 pelo STF não pode ser generalizado, pois os contratos bancários de financiamento da atividade empresarial têm natureza distinta dos contratos de consumo. Nesse contexto, este artigo estuda a necessidade, ou não, de aplicação do Código de Defesa do Consumidor a tais contratos ainda que a organização empresarial esteja em situação de dependência econômica ou vulnerabilidade diante da instituição financeira.

**Palavras-chave:** Código de Defesa do Consumidor, Contratos bancários, Dependência econômica, Financiamento da atividade empresarial, Vulnerabilidade.

**Abstract:** The awareness that the Consumer Protection Code/CDC applies to banks and financial institutions since the edition of the docket precedent 297 of the Superior Court of Justice/STJ, and the trial of the Direct Action of Unconstitutionality/ADI 2.591 by the Supreme Federal Court/STF cannot be generalized because the bank contracts of business activity financing has distinct nature of consumer contracts. In this context, this paper studies the necessity or not of implementing Consumer Protection Code

to such contracts, although the business organization is in economic dependence or vulnerability situation forth the financial institution.

**Keywords:** Bank contracts, Brazilian Consumer Protection Code, Economic dependency, Financing of business activity, Vulnerability.

### *1. Introdução e delimitação do tema*

A proposta do texto é estudar a aplicabilidade da Lei 8.078, de 11.9.1990 – Código de Defesa do Consumidor/CDC –, aos negócios financeiros celebrados entre instituições financeiras e organizações empresariais para financiar o exercício da atividade empresarial. Ou seja: os contratos de financiamento da atividade empresarial podem se enquadrar na relação de consumo prevista no Código de Defesa do Consumidor?

Desde a edição da Súmula 297 do STJ<sup>1</sup> em 2004 e do julgamento da ADI 2.591 pelo STF em 2006 é pacífico que o Código de

1. STJ, Súmula 297, 12.5.2004, *DJU* 9.9.2004, Código de Defesa do Consumidor – Instituições financeiras – Aplicação: “O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras”.

Defesa do Consumidor se aplica aos bancos e às instituições financeiras, exceto no que diz respeito à regulação ditada pelo Sistema Financeiro Nacional/SFN.

Diante dessa afirmação, poder-se-ia afirmar, à primeira vista, que teríamos a solução do questionamento apresentado, ao considerar que o dinheiro ofertado pela instituição financeira (através do direito de crédito) para o financiamento da atividade empresarial é bem juridicamente consumível; portanto, ela se enquadra no conceito de fornecedor (art. 3º, *caput* e § 2º, do CDC), enquanto o consumidor é o creditado, destinatário final (art. 2º do CDC), aplicando-se o regime contratual consumerista.

Tal resposta não é prudente, nem absoluta ou definitiva, pois a aplicação generalizada do Código de Defesa do Consumidor “contaminaria os contratos bancários e os exporia a situação de risco, provocada pela discrepância e não pela força vinculante dos negócios jurídicos bancários” [Abrão, 2011:76]. A advertência é necessária, pois a relação de consumo no Brasil é fundada no critério da destinação final do bem ou serviço consumido, e não no critério de diferenciação entre bem de consumo e bem de capital. Logo, a expressão “destinatário final” pode receber diferentes acepções, considerando a destinação fática e/ou econômica do produto ou do serviço.

Também, impende acrescentar que o sistema do Código de Defesa do Consumidor é aberto, pois a lei trabalha com a técnica de equiparação de pessoas à condição de consumidores, sobretudo se for verificado desequilíbrio contratual e vulnerabilidade entre contratado e contratante, não esgotando a definição de consumidor seu art. 2º, o que pode permitir a aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos contratos de financiamento da atividade empresarial.

Diante disso, o texto irá perquirir se são aplicáveis os institutos jurídicos do Código de Defesa do Consumidor quando se adqui-

re um bem de capital para o incremento da atividade empresarial, indagando, ainda, se é necessária a diferenciação entre bem de consumo e bem de capital no momento da definição da relação de consumo, ainda por equiparação, para a aplicação, ou não, do Código de Defesa do Consumidor.

Ainda que se pudesse refutar de plano a aplicação do Código de Defesa do Consumidor às relações contratuais que objetivam o lucro por ambas as partes, há entendimento no STJ nesse sentido, seja valendo-se da corrente finalista ou maximalista, seja através da extensão do conceito de consumidor pelo art. 29 do CDC, pela corrente do finalismo aprofundado.

Para responder à problemática apresentada será usado o método de revisão de literatura, organizando-se o texto em quatro partes, sendo a última delas conclusiva. Na primeira far-se-á a caracterização do financiamento da atividade empresarial, distinguindo-a dos contratos de consumo. Em seguida serão apresentados os argumentos doutrinários e o entendimento jurisprudencial acerca da caracterização da relação de consumo pelas correntes do finalismo, maximalismo e finalismo aprofundado, bem como sua relação com os contratos de financiamento da atividade empresarial. Por fim, discutir-se-á a corrente do finalismo aprofundado ou mitigado e os possíveis reflexos da sua aplicação aos contratos de incremento da atividade empresarial.

## **2. O financiamento da atividade empresarial e a relação de consumo**

Os contratos são de fundamental importância para a vida os sujeitos que exercem a empresa,<sup>2</sup> pois são os responsáveis pela

2. Entendem-se como sujeitos que exercem a empresa as organizações empresariais, que no Direito Brasileiro compreendem a sociedade empresária, o empresário e a empresa individual de responsabilidade limitada.

necessária circulação de bens e serviços, imprescindíveis para a atividade econômica organizada profissionalmente na busca do lucro e a acumulação de riquezas, baseada na autonomia da vontade, na boa-fé e na assunção do risco. Para Jensen e Meckling [1976:8], “contractual relations are the essence of the firm, not only with employees but with suppliers, customers, creditors, and so on”,<sup>3</sup> e por isso devem ser reconhecidas como um feixe de contratos (*nexus of contracts*) para um conjunto de relações entre contratantes.

Segundo Forgioni [2010:28], uma organização empresarial “celebra contratos com as mais diversas categorias de agentes econômicos: consumidores, Estado, trabalhadores e assim por diante”, e por tal razão ela se torna um “centro de imputação de direitos, deveres e obrigações, independentemente do empresário ou da sociedade empresária” [2012:104]. Para Calixto Salomão Filho “o interesse social passa, então, a ser identificado com a estruturação e organização mais apta a solucionar os conflitos entre esse feixe de contratos e relações jurídicas” [2011:45]. Verifica-se, portanto, a função econômica do contrato empresarial que é inerente ao modo de produção econômico dominante no mundo em que vivemos, o capitalismo.

As atividades empresariais envolvem recursos financeiros e se orientam para a obtenção de lucros. Os recursos investidos nas atividades empresariais, considerando como exemplo uma sociedade, são provenientes dos sócios e são aplicados como meios para produção e/ou comercialização de bens ou serviços. As receitas advindas da atividade econômica devem ser suficientes para cobrir todos os custos operacionais e de transação, pagar dividendos e possibilitar o reinvestimento. Por vezes as organizações

empresariais não dispõem da totalidade dos recursos financeiros necessários para a ampliação da atividade econômica, ou não querem que seus recursos sejam imobilizados na espera do retorno da comercialização do resultado da produção no mercado ou, ainda, necessitam de capital de giro para liquidar compromissos vencíveis antes da apuração de receita.

Nesse contexto, é forçoso o aporte de recursos financeiros de terceiros; assim, os contratos bancários assumem ímpar importância na vida empresarial, pois possibilitam a aquisição de recursos financeiros para o incremento e o fomento de atividades empresariais, que constituem uma das formas de financiamento dessas atividades.

Cláudia Lima Marques [2014:559] define genericamente os contratos bancários como “aqueles concluídos com um banco ou uma instituição financeira”. Serão considerados bancários os contratos cuja função econômica esteja relacionada com a definição do art. 17 da Lei 4.595/1964, que é a “coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros”. Dentre os inúmeros contratos bancários, no caso do texto destacam-se o contrato de abertura de crédito, o de empréstimo e o de financiamento, no qual uma das partes é instituição financeira ou bancária e a outra uma organização empresarial, cujo objeto seja uma operação de crédito.

As instituições bancárias e financeiras são um dos pilares do sistema econômico capitalista, recebendo tratamento constitucional no art. 1º, IV, c/c o art. 192, da CF de 1988, já que contribuem para a promoção do desenvolvimento equilibrado do mercado, da atividade econômica, da economia e, por consequência, do País. Isto se deve à capacidade que elas detêm de circular riquezas, possibilitando o aumento das mesmas através de aplicações do capital, remuneradas pelo *spread* cobrado, já que

3. “As relações contratuais são a essência da firma, não só com os trabalhadores, mas com fornecedores, clientes, credores, e assim por diante” (tradução livre).

assumem o risco do investimento. As operações bancárias proporcionam o lucro dos bancos e a remuneração dos investidores, o que permite a viabilização dos recursos aplicados e a possibilidade de obtenção de novos recursos, que no caso em análise são necessários ao incremento e fomento de atividades empresariais.

Num contrato bancário firmado entre instituição financeira ou bancária e uma organização empresarial pressupõe-se que ambas as partes conhecem as regras do ambiente empresarial; a profissionalidade da atividade que desempenham lhes permite antever os riscos e vantagens do contrato celebrado.<sup>4</sup> Logo, as normas empresariais seriam aplicáveis a esses contratos, pois, conforme Paula Forgioni [2012:104], com sua lógica própria, disciplinam a interação entre os sujeitos que exercem a empresa no mercado.

Vera Helena de Mello Franco [2009:23] afirma que as normas aplicadas aos contratos no campo empresarial devem se adequar à especialidade da atividade econômica que visa à produção e à circulação de bens ou serviços que são ofertados no mercado, e que isto é o que caracteriza as relações empresariais e, por consequência, os contratos empresariais, que se distinguem daqueles denominados civis e, por consequência, dos de consumo e do trabalho.

Todavia, a sanção da Lei 8.078, de 11.9.1990 – Código de Defesa do Consumidor/CDC –, inaugura outra nova fase no direito contratual brasileiro, também por reconhecer a vulnerabilidade do consumidor, por permitir intervenção estatal nas relações de consumo. O Código de Defesa do Consumidor considera a importância do consumi-

4. Nesse sentido, o art. 2º da Consolidação das Leis do Trabalho/CLT reconhece que o risco do negócio é pressuposto da atividade econômica desempenhada pelo comerciante, *in verbis*: “Considera-se empregador a empresa, individual ou coletiva, que, assumindo os riscos da atividade econômica, admite, assalaria e dirige a prestação pessoal de serviço” (grifos nossos).

dor no ciclo econômico e a necessidade de preservar as estruturas de mercado, por duas ordens de razão. Primeiro, considera-se o consumidor com um fim em si mesmo, como alguém vulnerável e dependente, por estar em desvantagem em relação aos demais sujeitos do mercado, que são os detentores dos fatores de produção. Conforme Comparato [2011:29], consumidor é o indivíduo que se submete ao poder de controle dos titulares dos fatores de produção (empresários). Segundo, a visão de que um adequado tratamento do consumidor também é meio para preservar e garantir a livre concorrência. Esta que na era liberal servia apenas para proteger a concorrência como um fim em si mesmo, pensando exclusivamente na liberdade dos competidores. Hoje a tutela da concorrência “se funda, sobretudo, na proteção do interesse do consumidor, interpretando a livre concorrência como simples meio de se atingir este último alvo e, portanto, podendo e devendo ser suprimida quando se mostra, para tanto, ineficiente ou mesmo prejudicial” [Comparato, 2011:32].

Nesse contexto, a CF de 1988 estabeleceu no seu art. 5º, XXXII, a defesa do consumidor na forma da lei como direito fundamental individual, e no seu art. 170, V, a defesa do consumidor como princípio da ordem econômica. Esta, por sua vez, estabeleceu as diretrizes para a intervenção estatal no ciclo econômico, o que é essencial para evitar o arbítrio e o abuso do Estado em relação à sociedade no mercado,<sup>5</sup> já que não se pode, sob o argumento de proteção do consumidor, preterir os demais princípios que regulam as relações contratuais, tais como boa-fé, autonomia da vontade e livre iniciativa, indispensáveis aos contratos bancários.

O Código de Defesa do Consumidor contribui também para disciplinar as relações contratuais marcadas por um mercado

5. É importante lembrar que o mercado integra o patrimônio nacional, conforme o art. 219 da CF de 1988.

globalizado, mecanizado, dinâmico e automatizado, bem diferente do mercado que influenciou a redação do Código Comercial e do Código Civil de 1916. Para Ruy Rosado de Aguiar Jr. [2003a:16], devido à desatualização das normas comerciais e civis, que reproduziam ideias liberais clássicas, o Código de Defesa do Consumidor acabou por influenciar o direito privado brasileiro depois de 1990, trazendo uma “nova visão do mundo negocial”, percebida na doutrina e na jurisprudência, seja na interpretação como na aplicação do Direito.

Tal influência pode ser ilustrada em julgado do STJ que considerou de consumo relação entre o agricultor e o fornecedor de insumo (adubo) indispensável para a atividade econômica. Porém, no caso há uma relação entre profissionais que poderia, portanto, ser regida apenas pelo direito civil ou pelo direito empresarial – caso o agricultor tivesse optado pelo regime mercantil –, mas pelo contexto jurídico apontado da época foi utilizado o Código de Defesa do Consumidor, *in verbis*:

“Código de Defesa do Consumidor – Incidência – Responsabilidade do fornecedor. *É de consumo a relação entre o vendedor de máquina agrícola e a compradora que a destina à sua atividade no campo.* Pelo vício de qualidade do produto respondem solidariamente o fabricante e o revendedor (art. 18 do CDC)” (STJ, 4ª Turma, REsp 142.042-RS (1997/0052889-8), rel. Min. Ruy Rosado de Aguiar, j. 11.11.1997, DJU 19.12.1997, p. 67.510) (grifos nossos).

A novidade das normas consumeristas nos anos 1990 e a falta de sistematização adequada dos contratos empresariais [Gonçalves Neto, 2014:119] atraíram os olhares dos juristas para o Código de Defesa do Consumidor, na busca de dar melhor equilíbrio as relações interempresariais.

Percebe-se que nos anos 1990 a ausência de normas protetivas de tutela das organizações empresariais nas relações interempresariais permitiu a aplicação exten-

siva do Código de Defesa do Consumidor, como se fossem normas gerais destinadas ao campo empresarial. A citada influência consumerista no Direito não pode significar o desvirtuamento do direito empresarial, como adverte Comparato [2011:30], ao aduzir que os institutos do direito do consumidor devem ser aplicados ao consumidor, e não ao empresário. Alfredo de Assis Gonçalves Neto [2014:119-120] entende que os contratos de consumo são instrumentos para a realização dos fins da empresa e balizam sua conduta com os destinatários da sua atividade, pois a legislação estabelece padrões que facilitam a consumação de negócios e definem a responsabilidade do empresário. O mesmo autor [Gonçalves Neto, 2014] aponta que os contratos realizados na cadeia da atividade empresarial são diferentes dos contratos celebrados no exercício da atividade econômica, sendo os da segunda categoria (consumo) caracterizados pela informalidade, celeridade, ausência de negociações preliminares, repetição etc.

Porém, o art. 3º, § 2º, do CDC define expressamente como fornecedores sujeitos às normas consumeristas as instituições bancárias, financeiras, de crédito e securitárias. Diante dos motivos citados, a despeito da ditada advertência de Comparato e Gonçalves Neto, o STJ aplicou o Código de Defesa do Consumidor a um contrato de empréstimo celebrado por um taxista e instituição financeira para aquisição de veículo indispensável para sua atividade econômica, *in verbis*:

“Código de Defesa do Consumidor – Financiamento para aquisição de automóvel – Aplicação do Código de Defesa do Consumidor. *O Código de Defesa do Consumidor incide sobre contrato de financiamento celebrado entre a CEF e o taxista para aquisição de veículo.* A multa é calculada sobre o valor das prestações vencidas, não sobre o total do financiamento (art. 52, § 1º, do CDC) – Recurso não conhecido” (STJ, 4ª Turma, REsp 231.208-PE (1999/0084384-3), rel. Min. Ruy Rosado de Aguiar, j. 7.12.2000, DJU 19.3.2001, p. 114; JBCC 189/396. *LexSTJ* 143/155) (grifos nossos).

A oposição do setor bancário e financeiro a esse tipo de entendimento e ao disposto no art. 3º, § 2º, do CDC ensejou a propositura da ADI 2.591, conhecida como “ADI dos bancos”, pela Confederação Nacional do Sistema Financeiro. Em 2006 o STF julgou a ação, entendendo ser constitucional o art. 3º, § 2º, do CDC, declarando, expressamente, que o Código deve ser aplicado às instituições financeiras, de crédito e securitárias. Com o julgamento ocorreu alguma confusão acerca da equiparação de organizações empresariais a consumidores, quando a relação contratual for estabelecida com uma instituição financeira, de crédito ou securitária. Tal confusão não procede, pois para aplicação do Código de Defesa do Consumidor é imperiosa a caracterização da relação de consumo, pois o STF, no caso, não alterou o conceito de relação de consumo, apenas confirmou a constitucionalidade do mencionado artigo.

A decisão do STF corrobora a Súmula 297 do STJ, editada em 2004, que dispõe que o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras.

Diante desses fatos, temos que perquirir se a organização empresarial que contrata um empréstimo para financiar sua atividade, v.g., seria considerada consumidor, ou não, pelo Código de Defesa do Consumidor. Segundo o art. 2º, *caput*, do CDC, consumidor é “toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final”. Por esta definição, o consumidor pode ser leigo ou civil, uma vez que a lei não exige profissionalidade para caracterizar a pessoa jurídica como consumidora. Mas o que é “destinatário final”? Aquele que retira o bem ou serviço do mercado? Ou aquele que adquire o bem ou serviço para utilizá-lo na produção de novos bens ou serviços, realimentando a cadeia produtiva? Dar precisão ao conceito de destinatário final implica estabelecer o âmbito de aplicação do Código de Defesa do Consumidor ao contrato; entretanto, tal abertura conceitual cria um campo para discussões acerca da ampliação do conceito ao empresário.

Analisando a expressão “destinatário final”, Arnoldo Wald [1991:309] não concebe “a possibilidade de ser usado o dinheiro – ou o crédito – por destinatário final, pois os valores monetários se destinam, pela sua própria natureza, à circulação”. Para chegar a essa conclusão, o autor [Wald, 1991:306] define crédito como “promessa de pagamento diferido, implicando troca de bens atuais por bens futuros, ensejando uma circulação de mercadorias ou valores, ou ainda a permuta da mesma coisa em momentos diferentes”; e dinheiro como a entrega “sob qualquer forma (mútuo, desconto etc.) ou a promessa de entrega do mesmo, ao contratante ou a terceiro”.

O mesmo autor [Wald, 1991:306] defende que o dinheiro e o crédito não se incluem entre os produtos a que se refere o art. 2º, *caput*, do CDC; a entrega pela instituição financeira de dinheiro ou moeda não constitui aquisição de produto (bem móvel ou imóvel) pelo destinatário final. Assim, dinheiro ou moeda são bens compreendidos como bem de capital, que é aquele usado na produção de bens e serviços, ainda que não incorporado ao resultado final da atividade econômica.

O conceito de bem de capital ou bem de produção é essencial na teoria econômica; portanto, exerce influência no Direito, tendo em vista que se encontra positivado na definição de capital estrangeiro encontrada no art. 1º da Lei 4.131/1962, sendo os bens, máquinas e equipamentos, entrados no Brasil, destinados à produção de bens ou serviços, bem como os recursos financeiros ou monetários, introduzidos no País, para aplicação em atividades econômicas.

Para Arnoldo Wald [1991:309] o Código de Defesa do Consumidor seria aplicável apenas para os serviços e produtos ofertados por instituições financeiras que não impliquem circulação de crédito, tais como guarda de bens, valores, documentos e locação de cofres, afastando a lei consumerista das operações de “empréstimos, descontos, avais, aberturas de crédito e demais operações bancárias”.



Em posição oposta temos Luiz Rodrigues Wambier [1996:127], que defende a ampla aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos contratos bancários; quando o tomador dos recursos financeiros os utiliza para o uso de suas próprias atividades “tanto de produção quanto de consumo, estará efetivamente consumindo aqueles recursos e, com isso, sujeitando a operação bancária ao crivo do Código de Defesa do Consumidor”.

É evidente que Luiz Rodrigues Wambier [1996] utiliza no seu conceito de destinatário final a ideia de que dinheiro ou moeda são bens de consumo, ou seja, destinados à satisfação de necessidades humanas, sejam elas duráveis (eletrodomésticos, vestuário, veículos etc.) e não duráveis (alimentos, higiene etc.), e não para a geração de riquezas e atividade econômica.

Critica-se tal posição no sentido de que ela vai de encontro com o capitalismo, alterando a divisão dos bens em de consumo e de produção inerente àquele sistema econômico. Nesse sentido, em artigo anterior ao Código de Defesa do Consumidor, Fábio Konder Comparato [2011:29] explica que a divisão do novo direito

“é entre bens de produção e bens de consumo, a propriedade unitária do Código de Napoleão passa a desdobrar-se em ‘estática’ e ‘dinâmica’, pois *o que importa, afinal, na atual ordem econômica, não é tanto a riqueza em si quanto o poder de disposição sobre ela, em vista da criação de novos bens ou serviços*” (grifos nossos).

Wald [1991:307] anota que a doutrina estrangeira acompanha a divisão de bens apresentada ao caracterizar consumidor como:

“(a) um não profissional; (b) que contrata a aquisição ou utilização de bens e/ou serviços *para as suas necessidades pessoais e familiares de consumo*; (c) funcionando como destinatário final” (grifos nossos).

Fábio Ulhoa Coelho [2013:202] indica que o Direito Norte-Americano diferencia bem de capital e bem de consumo no âmbito do *Uniform Commercial Code*, onde “o pro-

duto pode ou não ser caracterizado como um bem de consumo em função do uso que dele faça o adquirente”.

Defendendo posição intermediária destaca-se Cláudia Lima Marques [2014:591], que afirma:

“(...) parece-me possível mais uma vez concluir que os contratos entre banco e os profissionais, nos quais os serviços prestados pelos bancos estejam, em última análise, canalizados para a atividade profissional dessas pessoas físicas (profissionais liberais, comerciantes individuais) ou jurídicas (sociedades civis e comerciais), devem ser regidos pelo direito comum, direito comercial e leis específicas sobre o tema. Só excepcionalmente, por decisão do Judiciário, tendo em vista a *vulnerabilidade* do contratante e sua situação equiparável ao do consumidor *stricto sensu*, serão aplicadas as normas excepcionais do Código de Defesa do Consumidor a estes contratos entre dois profissionais”.

A posição de Marques [2014] se dá pela ponderação cautelosa da evolução do entendimento jurisprudencial, sobretudo firmado no STJ, sobre a caracterização da relação de consumo nos últimos anos, bem como considerando a lógica empresarial do lucro inserida nos contratos bancários objeto do texto. Entende-se que a autora se vale de dois critérios para aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos contratos entre instituições financeiras e organizações empresariais: (i) na análise do destinatário final avalia se o contratante adquire um bem de consumo ou de capital, por isso exclui do Código de Defesa do Consumidor a relação entre profissionais; e (ii) na relação entre profissionais há, ou não, dependência econômica ou vulnerabilidade.

Segundo Nancy Andriighi no julgamento do REsp 1.195.642-RJ, julgado em 13.11.2012 pela 3ª Turma do STJ, vulnerabilidade pode ser *técnica* (ausência de conhecimento específico acerca do produto ou serviço objeto de consumo), *jurídica* (falta de conhecimento jurídico, contábil ou econômico e de seus reflexos na relação de

consumo), *fática* (situações em que a insuficiência econômica, física ou até mesmo psicológica do consumidor o coloca em pé de desigualdade frente ao fornecedor) e *informacional* (dados insuficientes sobre o produto ou serviço capazes de influenciar no processo decisório de compra).

Na próxima seção trabalharemos a evolução do conceito de consumidor no STJ, até a inserção do critério da vulnerabilidade, apresentando as três principais correntes adotadas pelo colendo Tribunal.

### **3. A caracterização da relação de consumo e o financiamento da atividade empresarial**

A doutrina e a jurisprudência debruçaram-se sobre a possibilidade de caracterizar a organização empresarial como consumidora, tendo em vista o conceito impreciso do art. 2º do CDC bem como as equiparações previstas na mesma lei, que expandem o âmbito de aplicação das normas de ordem pública para além do consumidor.

Para perquirir se o Código de Defesa do Consumidor se aplica aos contratos de financiamento da atividade empresarial devem ser analisados o conceito de consumidor estrito senso e as equiparações legais, para avaliar a possibilidade de se tutelar a organização empresarial conforme o Código. Desde a vigência do Código de Defesa do Consumidor desenvolveram-se três correntes de interpretação da expressão “destinatário final” que foram consideradas majoritárias pela doutrina e pela jurisprudência, denominadas finalista, maximalista e finalista aprofundada.

A *corrente finalista* é aquela dos pioneiros do consumerismo no Brasil; entendem que consumidor é como destinatário fático e econômico do bem ou do serviço, interpretação restrita, inspirada nos princípios básicos do Código de Defesa do Consumidor contidos, em especial, nos seus arts. 4º e 6º [Marques, 2014:303]. Segundo a corrente,

não basta retirar o bem ou serviço da cadeia produtiva; é necessário interromper a atividade econômica, exaurindo sua função econômica [Miragem, 2014:155] com o consumo.

Através desse raciocínio, quando o adquirente usa o bem ou serviço na sua atividade profissional retira o caráter de consumo desta relação, por ausência do critério “destinatário econômico”. Logo, seriam consumidores as pessoas físicas e jurídicas que utilizassem o produto de forma não profissional, e qualquer interpretação mais extensa desvirtuaria a aplicação da legislação consumerista, acabando com a própria razão de tutela especial do consumidor. Através desse raciocínio o STJ negou a aplicação do Código de Defesa do Consumidor a um contrato de arrendamento mercantil, *in verbis*:

“Agravo regimental no recurso especial – Arrendamento mercantil – Ausência de impugnação aos fundamentos da decisão agravada – Incidência da Súmula n. 182/STJ. 1. A agravante não impugnou, como seria de rigor, todos os fundamentos da decisão ora agravada, circunstância que obsta, por si só, à pretensão recursal, porquanto aplicável o entendimento exarado na Súmula n. 182 do STJ, que dispõe: ‘É inviável o agravo do art. 545 do CPC [CPC/1973 – v. art. 1.021 do CPC/2015] que deixa de atacar especificamente os fundamentos da decisão agravada’. 2. *Nas operações de mútuo bancário para obtenção de capital de giro não são aplicáveis as disposições da legislação consumerista, uma vez que não se trata de relação de consumo, pois não se vislumbra na pessoa da empresa tomadora do empréstimo a figura do consumidor final, tal como prevista no art. 2º do CDC*. 3. Dissídio jurisprudencial não demonstrado. Relativamente à variação cambial pelo Dólar, incide na espécie o Enunciado Sumular n. 83 desta Corte Superior. 4. Agravo regimental não provido, com aplicação de multa” (STJ, 4ª Turma, AgR no REsp 956.201-SP (2007/0121684-7), rel. Min. Luís Felipe Salomão, j. 18.8.2011, DJe 24.8.2011) (grifos nossos).

Também, para os finalistas, o alargamento da definição de destinatário final tornaria o Código de Defesa do Consumidor

regra geral de contratos privados, impedindo que a jurisprudência fosse construída “onde o consumidor era realmente a parte mais fraca da relação de consumo e não sobre casos em que profissionais-consumidores reclamam mais benesses do que o direito comercial já lhes concede” [Marques, 2014:303]. Conclui-se que pela *corrente finalista* é impossível a aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos contratos de financiamento da atividade empresarial. O entendimento finalista aplicado a tais contratos pode ser verificado no julgado do STJ a seguir:

“Alienação fiduciária em garantia – Busca e apreensão – Âmbito da defesa – Incidência do Código de Defesa do Consumidor – Bens já integrantes do patrimônio do devedor – Taxa de juros – Capitalização mensal – Comissão de permanência – Aplicação da TR – Mora dos devedores configurada. (...) *Tratando-se de financiamento obtido por empresário, destinado precipuamente a incrementar a sua atividade comercial, não se podendo qualificá-lo, portanto, como destinatário final, inexistente é a pretendida relação de consumo* – Inaplicação no caso do Código de Defesa do Consumidor. (...) – Recurso especial conhecido, em parte, e provido” (STJ, 4ª Turma, REsp 264.126-RS (2000/0061703-2), rel. Min. Barros Monteiro, j. 8.5.2001, DJU 27.8.2001 p. 344) (grifos nossos).

Por outro lado, a *corrente maximalista* sustenta, tendo em vista a própria denominação, que a definição de consumidor deve ser interpretada extensivamente [Miragem, 2014:157]. Assim, vê que o Código de Defesa do Consumidor deve reger todas as relações contratuais do mercado, ou seja: para a sociedade de consumo, “que institui normas e princípios para todos os agentes do mercado, os quais podem assumir os papéis de ora fornecedores, ora de consumidores” [Marques, 2014:304]. Logo, o conceito de consumidor seria aplicado a um maior grupo de relações no mercado, incluindo até mesmo aquelas entre profissionais, não se importando com a necessidade de haver, ou não,

vulnerabilidade do agente destinatário final do bem ou do serviço; basta apenas que ele retire o bem ou serviço da cadeia produtiva, seja para consumo próprio ou para transformação. Para os maximalistas o consumidor é destinatário fático do bem ou do serviço; logo, pela definição, o Código de Defesa do Consumidor seria aplicado aos contratos de financiamento da atividade empresarial. Exemplifica-se o entendimento maximalista no julgado do STJ que aplica o Código de Defesa do Consumidor a um contrato de empréstimo bancário para aquisição de colheitadeira indispensável para a atividade econômica da agricultura, *in verbis*:

“Contratos bancários – Contrato de repasse de empréstimo externo para compra de colheitadeira – Agricultor – Destinatário final – Incidência – Código de Defesa do Consumidor – Comprovação – Captação de recursos – Matéria de prova – Prequestionamento – Ausência. I – *O agricultor que adquire bem móvel com a finalidade de utilizá-lo em sua atividade produtiva deve ser considerado destinatário final, para os fins do art. 2º do CDC.* II – Aplica-se o Código de Defesa do Consumidor às relações jurídicas originadas dos pactos firmados entre os agentes econômicos, as instituições financeiras e os usuários de seus produtos e serviços. III – Afirmado pelo acórdão recorrido que não ficou provada a captação de recursos externos, rever esse entendimento encontra óbice no Enunciado n. 7 da Súmula desta Corte. IV – Ausente o prequestionamento da questão federal suscitada, é inviável o recurso especial (Súmulas ns. 282 e 356/STF) – Recurso especial não conhecido, com ressalvas quanto à terminologia” (STJ, 3ª Turma, REsp 445.854-MS (2002/0079754-9), rel. Min. Castro Filho, j. 2.12.2003, DJU 19.12.2003, p. 453; RJAD-COAS 54/38) (grifos nossos).

Para Bruno Miragem [2014] há duas ordens de razão que justificam o surgimento da corrente maximalista. São elas:

“*Primeiro, a notada deficiência do Código Civil de 1916 e demais normas de direito civil para regular o tema do contrato e sua complexidade nos primeiros 10 anos*

*de vigência do Código de Defesa do Consumidor (até a promulgação do Código Civil de 2002). Segundo, a ausência de normas de correção do desequilíbrio contratual e proteção do contratante mais fraco fora do regime do Código de Defesa do Consumidor” [Miragem, 2014:158] (grifos nossos).*

Em que pese aos argumentos dos maximalistas, a aplicação do Código de Defesa do Consumidor não pode prosperar em relação aos contratos de financiamento da atividade empresarial. Questiona-se a aplicação do Código de Defesa do Consumidor nos casos de um empresário, v.g., estar em posição de fraqueza, dependência, vulnerabilidade ou sujeição em relação à instituição financeira. Já que interpretação positiva poderia, em primeira análise, desvirtuar a lógica do direito empresarial, pois sempre há nas trocas interempresariais o intuito de lucro, enquanto para o direito do consumidor apenas o empresário-fornecedor tem o intuito de lucro [Forgioni, 2010:34], já que o consumidor visa apenas a satisfazer suas necessidades através do ato de consumo.

Cláudia Lima Marques [2014:305] adverte que a partir de 2003, após a edição do Código Civil (2002), surgiu um terceiro tipo de interpretação mediante a mitigação do critério finalista, chamado *teoria finalista aprofundada*, verificada nos tribunais, especialmente no STJ. Para essa corrente as normas do Código de Defesa do Consumidor poderiam alcançar a organização empresarial ou o profissional em última instância ou em casos raríssimos, desde que provada e reconhecida pelo Judiciário a sua vulnerabilidade. Logo, a aplicação de Código de Defesa do Consumidor nesses casos se daria como exceção, e não como regra geral, diferente do que pretendem os maximalistas.

O fundamento da interpretação finalista aprofundada ou mitigada baseia-se em dois critérios: (i) que a extensão do conceito de consumidor por equiparação é medida excepcional no Código de Defesa do Consumidor; (ii) que é essencial tal condição para o reco-

nhecimento da vulnerabilidade da parte que pretende ser considerada consumidora por equiparação [Miragem, 2014:159].

As *equiparações legais* ao conceito de consumidor previstas no Código de Defesa do Consumidor estabelecem que agentes econômicos, ainda que não pratiquem atos de consumo, possam receber a proteção especial enquanto consumidores por equiparação. Isto se dá através de uma ficção jurídica estabelecida nos arts. 2º, parágrafo único, 17 e 29 do CDC.

A *primeira equiparação*, do art. 2º, parágrafo único, do CDC, visa a proteger interesses difusos e coletivos no mercado de consumo, colocando a coletividade de pessoas sujeitas às práticas decorrentes das relações de consumo. É norma genérica que permite a aplicação do Código de Defesa do Consumidor a essa coletividade. Já, a *segunda equiparação*, do art. 17 do CDC, protege o terceiro prejudicado por um dano decorrente de uma relação de consumo entre um fornecedor e um consumidor. Tal extensão é dada a pessoa que não se enquadra no conceito de destinatário final e é denominada pela doutrina como *bystander* [Benjamin/Bessa/Marques, 2013:109]. A *terceira equiparação*, do art. 29 do CDC, estende a aplicação da norma consumerista A pessoa que não se enquadra no conceito de destinatário final desde que exposta às práticas contratuais e cláusulas abusivas definidas no Código.

Como dito, para os defensores do *finalismo aprofundado* a vulnerabilidade é a pedra fundamental do sistema de proteção do consumidor, pois “é uma característica, um estado do sujeito mais fraco, um sinal de necessidade de proteção” [Benjamin/Bessa/Marques, 2013:98-99] e pode ser técnica, jurídica, fática e informacional, como visto na seção 2.

Com relação as relações interempresariais o voto da Min. Nancy Andrighi no REsp 476.428-SC ampliou o conceito de *vulnerabilidade* para além das hipóteses ci-

tadas acima, considerando a dependência do contratante do produto ou serviço contratado:

*“Isso ocorre (...) porque a relação jurídica qualificada por ser ‘de consumo’ não se caracteriza pela presença de pessoa física ou jurídica em seus polos, mas pela presença de uma parte vulnerável de um lado (consumidor) e de um fornecedor de outro. Porque é essência do Código o reconhecimento da vulnerabilidade do consumidor no mercado, princípio-motor da política nacional das relações de consumo (art. 4º, I).*

*“Em relação a esse componente informador do subsistema das relações de consumo, inclusive, não se pode olvidar que vulnerabilidade não se define tão somente pela capacidade econômica, nível de informação/cultura ou valor do contrato em exame. Todos esses elementos podem estar presentes e o comprador ainda ser vulnerável pela dependência do produto; pela natureza adesiva do contrato imposto; pelo monopólio da produção do bem ou sua qualidade insuperável; pela extremada necessidade do bem ou serviço; pelas exigências da modernidade atinentes à atividade, dentre outros fatores” (STJ, 3ª Turma, REsp 476.428-SC, rela. Min. Nancy Andrighi, j. 19.4.2005)<sup>6</sup> (grifos nossos).*

Por este entendimento, o STJ, conforme o art. 29 do CDC, sem analisar a destinação, equipara a organização empresarial a consumidora, decidindo apenas com a verificação da vulnerabilidade, aplicando as normas consumeristas a situações típicas do mercado em que não há relação de consumo em sentido estrito: ainda que haja lucro, haverá relação de consumo. O que importa para essa corrente é que a relação de consumo se caracteriza

pela presença de uma parte vulnerável de um lado (consumidor) e de outro um fornecedor, não importando se a pessoa física ou jurídica no polo consumidor é profissional ou não.

Cláudia Lima Marques não descarta, como visto na seção 2, a aplicação excepcional das normas especiais de consumo para “relações civis puras, envolvendo pessoas ou contratantes mais fracos e mais raramente nas relações entre profissionais ou empresários” [Marques, 2003:95]. A postura da autora é cautelosa, uma vez que a noção de profissionalismo da atividade empresarial, prevista no art. 966 do CC de 2002, afasta, por si só, a ideia de hipossuficiência da organização empresarial. Ademais, o conceito de empresário do Código Civil de 2002 coincide com o de fornecedor previsto no art. 3º do CDC. Argumentos que analisaremos na próxima seção.

#### **4. O finalismo aprofundado aplicado ao financiamento da atividade empresarial: cautela ou necessidade?**

A existência do critério da dependência econômica e da vulnerabilidade no finalismo aprofundado justifica-se no dever do Estado de corrigir as distorções do sistema capitalista que atingem a atividade empresarial, tais como: a alta concentração de poder de mercado,<sup>7</sup> o surgimento de poderes econômicos distintos que acarretam restrições da autonomia da vontade, o aumento de custos de transação, a assimetria de informação,

6. No mesmo sentido do acórdão transcrito podem ser citados: 4ª Turma, REsp 661.145-ES, rel. Min. Jorge Scartezzini, j. 22.2.2005; 3ª Turma, REsp 687.239-RJ, rela. Min. Nancy Andrighi, j. 6.4.2006; 3ª Turma, REsp 684.613-SP, rela. Min. Nancy Andrighi, j. 21.6.2005; 3ª Turma, AgR no Ag 1.316.667, rel. Min. Vasco Della Giustina (Desembargador Convocado do TJRS), j. 15.2.2011.

7. A Lei 12.529/2011 (Lei do CADE) define no seu art. 36, § 2º, poder de mercado quando uma ou mais organizações empresariais, individualmente ou coordenadamente, podem alterar as condições de compra e venda no mercado, *in verbis*: “Presume-se posição dominante sempre que uma empresa ou grupo de empresas for capaz de alterar unilateral ou coordenadamente as condições de mercado ou quando controlar 20% (vinte por cento) ou mais do mercado relevante, podendo este percentual ser alterado pelo CADE para setores específicos da economia”.

o aumento da dependência econômica etc. O que coloca as organizações empresariais com menor poder de mercado em situação de vulnerabilidade, o que demanda atuação positiva do direito estatal, para garantir a propriedade privada econômica e a função social da propriedade privada previstas no art. 170, II e III, da CF de 1988.

Por outro lado, o entendimento exposto na seção anterior da aplicação do finalismo aprofundado pelo STJ em situações excepcionais não pode significar o desvirtuamento do direito empresarial, como adverte Paula Forgioni [2012:115]: “o baralhamento desses pontos cardeais não leva à modernização, mas ao comprometimento da mecânica do direito comercial e, conseqüentemente, do adequado fluxo de relações econômicas”.

Celso Barbi Filho [2003:22] acentua que a principal característica dos contratos empresariais é a busca de lucro por todas as partes contratantes, que pactuam buscando organizar a atividade econômica. Waldírio Bulgarelli [1990:17] adverte que as organizações empresariais possuem um poder extraordinário, comparado ao do Estado, denominado *poder negocial*, “elemento inafastável na análise da questão dos contratos empresariais”. Para o autor, no jogo de poder econômico surge o consumidor sem poder negocial, sujeitando-se a ele para poder satisfazer suas necessidades de consumo. Diante das diferenças apontadas, Bulgarelli distingue duas classes de contratos: os interempresariais (concluídos pelas organizações empresariais entre si) e os meramente empresariais (concluídos entre organizações empresariais e consumidores).

De acordo com os entendimentos espousados, todo cuidado é necessário ao equiparar a organização empresarial à consumidora, sob pena de desvirtuar a lógica dos contratos interempresariais – fato que se percebe nos julgamentos mais recentes do STJ, nos quais se aplica o finalismo aprofundado para descaracterizar a relação de consumo. Se não, vejamos:

“Agravo regimental no recurso especial – Consumidor – Financiamento bancário – Pessoa jurídica – Incremento da atividade empresarial – Não caracterização da relação de consumo. 1. Não são aplicáveis as disposições da legislação consumerista aos financiamentos bancários para incremento da atividade negocial, haja vista não se tratar de relação de consumo nem se vislumbrar na pessoa da empresa tomadora do empréstimo a figura do consumidor final prevista no art. 2º do CDC – Precedentes do STJ. 2. É inviável a modificação da situação fática delineada pela instância ordinária, no tocante a ser ou não a empresa tomadora dos empréstimos a destinatária final dos bens adquiridos, em razão do óbice da Súmula n. 7/STJ. 3. Agravo regimental não provido” (STJ, 3ª Turma, AgR no REsp 1.033.736-SP (2008/0038519-7), rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 20.5.2014, *DJe* 30.5.2014).<sup>8</sup>

8. No mesmo sentido: “Direito civil – Lei de Introdução ao Código Civil/LICC – Aplicação da legislação estrangeira – Obrigação decorrente de contrato de financiamento bancário destinado à importação de equipamento industrial – Código de Defesa do Consumidor afastado – Art. 535 do CPC [CPC/1973 – v. art. 1.022 do CPC/2015] – Cerceamento do direito de defesa – Dispositivo inaplicável e impertinente – Taxa de juros – Limitação – Interpretação de norma constitucional – Impossibilidade em recurso especial. 1. A norma do art. 9º, § 2º, da LICC (atual Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro/LINDB) não se refere a domicílio, mas a simples ‘residência’, revelando caráter temporário, vinculado ao local onde se encontrava o proponente no momento de propor a realização do negócio jurídico. 2. No caso concreto, conforme consta do acórdão recorrido, o que se tem é que o contrato de financiamento foi celebrado nos Estados Unidos da América e a importância respectiva seria repassada pela instituição bancária estrangeira diretamente à empresa americana exportadora do equipamento, da qual a empresa nacional recorrente adquiriu o equipamento de corte de metais. Ou seja, o contrato de financiamento foi celebrado no exterior e lá deveria ser cumprido, inexistindo esclarecimentos a respeito de como e onde foram realizadas as tratativas iniciais. Com isso, presume-se que a proposta foi realizada também no exterior e, na melhor interpretação do art. 9º, § 2º, da LICC, não há como deixar de aplicar a legislação estrangeira na relação contratual examinada nestes autos, ficando afastada a incidência do Código de Defesa do Consumidor. 3. A propósito

É claro que as relações interempresariais comportam correções, para eliminar as imperfeições do mercado. Assim, para Forgioni [2010:35] a organização empresarial em posição de sujeição ao poder de outro deve ser tutelada em conformidade com as regras e princípios típicos do direito empresarial, ou seja, o direito antitruste e o direito contratual empresarial.

da tese de que o contrato vincularia o mutuante ao produto defeituoso, os recorrentes não apontam qual artigo de lei federal teria sido violado, cingindo-se a concluir que o Tribunal de origem decidiu de forma contrária aos ‘termos do próprio contrato’ e da ‘carta de crédito emitida pela instituição financeira’. Nessa parte, incidem as vedações contidas nos Enunciados ns. 284 da Súmula do STF e 5 e 7 da Súmula do STJ. 4. Ademais, segundo orientação desta Corte Superior, *não incide o Código de Defesa do Consumidor por ausência da figura do consumidor (art. 2º do CDC) nos casos de financiamento bancário ou de aplicação financeira com o propósito de ampliar capital de giro e a atividade empresarial. É que o capital obtido da instituição financeira destina-se, apenas, a fomentar a atividade industrial, comercial ou de serviços e, com isso, incrementar os negócios e o lucro.* 5. *A indústria que adquire e importa equipamento com valor superior a US\$ 261.485,00 (duzentos e sessenta e um mil, quatrocentos e oitenta e cinco Dólares americanos) não revela vulnerabilidade ou hipossuficiência, na forma da jurisprudência desta Corte, para efeito de conceder-lhe a tutela protetiva prevista no Código de Defesa do Consumidor em favor, exclusivamente, do destinatário final do produto ou serviço.* 6. Omissões e violação do art. 535 do CPC não configuradas no acórdão recorrido. 7. O art. 1º do CDC, além de não ser aplicável à presente demanda, em virtude da incidência da legislação estrangeira e da descaracterização de relação de consumo, é impertinente para impor o reconhecimento de cerceamento do direito de defesa, tendo em vista que o acórdão recorrido encontra-se fundamentado no fato de que as partes, devidamente representadas por seus advogados, teriam dispensado a produção de outras provas e no entendimento de que as provas requeridas seriam inúteis diante do contexto fático-jurídico apresentado. 8. Descabe enfrentar em recurso especial a eventual contrariedade a dispositivo constitucional e a autoaplicabilidade do § 3º do art. 192 da CF. 9. Recurso especial conhecido parcialmente e, nessa parte, desprovido” (STJ, 4ª Turma, REsp 963.852-PR (2007/0145056-0), rel. Min. Antônio Carlos Ferreira, j. 21.8.2014) (grifos nossos).

De forma breve, é inegável a utilidade do direito antitruste, através da Lei 12.529/2011 (nova Lei do CADE, que substituiu a Lei 8.884/1994), já que é possível reverter as situações de dependência econômica, na qual a parte mais forte consegue impor as condições à parte mais fraca, que tem que aceitá-las para sobreviver no mercado. Conforme o § 1º do art. 36 da Lei do CADE, não é ilícita a posição dominante, mas, sim, o abuso dessa posição.

O *caput* do art. 36 da nova Lei do CADE estabelece a responsabilidade objetiva daquele que usa de forma abusiva a posição dominante, percebe lucros abusivos, prejudica a livre iniciativa e a livre concorrência ou usa de sua conduta para dominar o mercado com a exclusão dos demais, ainda que os atos praticados para tanto não sejam alcançados.

O mencionado dispositivo na nova Lei do CADE pode ser aplicado em conjunto com as normas dos outros sistemas jurídicos, como o civil-empresarial e o do consumo, tendo em vista que o art. 47 dessa lei não afasta o controle judicial das infrações contra a ordem econômica ou contra a concorrência, independentemente do controle administrativo do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência/SBDC.<sup>9</sup> Destaca-se que a aplicação do direito antitruste pode ser usada para cessar a prática de condutas lesivas à organização empresarial mais fraca e obter a reparação de perdas e danos sofridos. De acordo com o Código Civil de 2002, num processo judicial. Nessa linha, decidiu o TJPR:

“Agravado de instrumento – Ação ordinária de obrigação de fazer – Programa de convênios para financiamento na compra de peças, fomentado pela agravante – Restabelecimento de créditos das agravadas junto ao agente financeiro – Tutela antecipada – Preliminar de carência de ação rejeitada – Prova inequívoca da verossimilhança das

9. O SBDC é composto pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica/CADE e pela Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda/SEAE-MF.

alegações – Presente – Lei Antitruste (Lei n. 8.884/1994) e Lei n. 6.729/1979, que dispõe sobre a ‘concessão comercial entre produtores e distribuidores de veículos automotores de via terrestre’ – Risco de dano irreparável ou de difícil reparação – Presente – Preenchidos os pressupostos – Decisão mantida – Recurso desprovido. *Considerando que o objeto do presente feito versa sobre descumprimento de obrigação firmada pela agravante, que consistia em facilitar ou viabilizar linhas de crédito e a renegociação de dívidas das agravadas frente a determinadas instituições financeiras, verificou-se objetivamente, e estreme de dúvidas, abuso na posição dominante da agravante, à medida que, sumariamente, deixou de viabilizar compras a prazo, por conta dos convênios firmados – Injustificado o corte abrupto das linhas de crédito através dos convênios. O cancelamento do convênio de financiamento pode acarretar prejuízos à atividade comercial das agravadas, posto que, além de ter que pagar débitos anteriores, terão, igualmente, que faturar peças à vista”* (TJPR, 6ª Câmara Cível, AI 1.465.705-PR (0146570-5), rela. Des. Dilmari Helena Kessler, j. 9.6.2004) (grifos nossos).

Por outro lado, Bruno Miragem [2014: 158] adverte que se imaginava com a edição do Código Civil de 2002 que haveria uma gradativa aplicação de normas civis para os casos de práticas contratuais abusivas, restringindo o Código de Defesa do Consumidor às relações tipicamente de consumo. Todavia, isso não se verificou na intensidade prevista [Miragem, 2014: 158]. Mauro Mourão [2013: 51] adverte que a edição do Código Civil de 2002 “trouxe alterações significativas em nosso meio jurídico, que até os dias de hoje pelega em interpretar harmonicamente os princípios da autonomia privada, boa-fé e função social do contrato”.

Ainda que o STJ tenha usado com cautela a teoria finalista aprofundada para os contratos de financiamento empresarial, defende-se que a mesma não tem utilidade para as relações contratuais objeto do texto, uma vez que os princípios contratuais do direito do consumidor foram inseridos no

Código Civil de 2002 como cláusulas gerais, tais como “proporcionalidade, publicidade, igualdade, equivalência das prestações, informação, consentimento informado, defesa do hipossuficiente” [Aguar Jr., 2003a: 16].

Considerando que tanto o Código de Defesa do Consumidor quanto o Código Civil de 2002 são informados pelos princípios nucleares da boa-fé, função social do contrato e intervenção reequilibradora dos contratos, defende-se não ser mais útil a posição do STJ, que se firmou no sentido do finalismo aprofundado de aceitar, excepcionalmente, diante das necessidades fáticas e de prova, a aplicação do Código de Defesa do Consumidor à pessoa jurídica empresária quando evidenciada sua vulnerabilidade no caso concreto. Pois o Código Civil de 2002 pode perfeitamente solucionar a situação de vulnerabilidade nos contratos de financiamento da atividade empresarial através dos institutos dos arts. 187 (abuso de direito) e 422 (boa-fé).

## 5. Conclusão

Os contratos bancários de financiamento da atividade empresarial são fundamentais para que o ciclo econômico seja crescente e promova o desenvolvimento do mercado. As instituições financeiras, por seu papel de destaque no mesmo ciclo econômico, precisam de segurança jurídica para continuar alavancando negócios, sobretudo quando concluídos entre profissionais.

A Súmula 297 do STJ e o entendimento da ADI 2.591 do STF não podem ser interpretados literalmente, para se aplicar o Código de Defesa do Consumidor a qualquer contrato bancário. O critério da destinação final deve ser observado nos contratos bancários, desde que se considere se o bem é de consumo para o a norma consumerista, ou de capital para a norma empresarial. Logo, conclui-se que o contrato bancário pode ou não se sujeitar ao Código de Defesa do Con-



sumidor, dependendo da natureza do vínculo obrigacional subjacente.

Com relação à questão da vulnerabilidade da organização empresarial, no campo jurisprudencial verifica-se a consolidação do entendimento no STJ no sentido de que o Código de Defesa do Consumidor não se aplica aos contratos de financiamento da atividade empresarial, admitindo excepcionalmente, segundo a teoria finalista mitigada, somente considerar consumidor as organizações empresariais que demonstrem a vulnerabilidade no caso concreto. O que afasta a presunção de vulnerabilidade inerente às relações de consumo e estranha às relações comerciais, bem como a corrente maximalista.

Verifica-se que os institutos do direito do consumidor devem ser analisados fora do direito empresarial. A despeito das posições doutrinárias e jurisprudenciais, defende-se a não utilização do Código de Defesa do Consumidor nos contratos interempresariais, sob pena de desvirtuar toda a construção legal e doutrinária do direito empresarial.

Como visto, o Código de Defesa do Consumidor tem por fim tratar de modo especial o conjunto de pessoas definidas como consumidores e presumidamente vulneráveis, alocando prejuízo à organização empresarial que não se conformar às suas regras no fornecimento de bens ou serviços. A utilização irrestrita dos institutos consumeristas acabaria por torná-los um direito comum, não havendo mais tratamento diferenciado para os consumidores. Ademais, a utilização indiscriminada do Código de Defesa do Consumidor nas relações regidas pelo direito empresarial poderia eliminar o risco dos negócios que é inerente à atividade empresarial, premiando a ineficiência e a má gestão da organização empresarial com enriquecimento sem causa.

Por fim, conclui-se que aos contratos celebrados com instituição financeira ou bancária cujos serviços prestados estejam canalizados para o financiamento da atividade

de econômica deverão ser aplicados o direito comum (civil e empresarial) e o direito antitruste. Tendo em vista que o Código Civil de 2002 é informado pelos princípios nucleares da boa-fé, função social do contrato e intervenção reequilibradora dos contratos, é possível pelo direito comum proteger a organização empresarial em situação de vulnerabilidade.

A aplicação do Código de Defesa do Consumidor deve ficar restrita às relações de consumo, como defendem os finalistas, já que os consumidores não se colocam no mercado com empresas, nem agem como elas na busca do lucro com profissionalidade. Organização empresarial que pratica um ato de consumo fere a unicidade da atividade empresarial, que abarca os atos-meio para a sua consecução.

### *Referências bibliográficas*

- ABRÃO, Carlos Henrique [2011]. *Cédula de Crédito Bancário. Dinheiro Magnético*. 2ª ed. São Paulo, Atlas.
- ADAMEK, Marcelo Vieira von, e FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coords.) [2014]. *Temas de Direito Empresarial e outros Estudos em Homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo, Malheiros Editores.
- AGUIAR JR., Ruy Rosado de [2003a]. “O novo Código Civil e o Código de Defesa do Consumidor (pontos de convergência)”. *Revista da EMERJ* 6. N. 24.
- [2003b]. *Os Contratos Bancários e a Jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça*. Brasília, CJF.
- BARBI FILHO, Celso [2003]. “Princípios para uma nova teoria geral dos contratos comerciais”. In: SANTOS, Theóphilo de Azeredo (coord.). *Novos Estudos de Direito Comercial em Homenagem a Celso Barbi Filho*. Rio de Janeiro, Forense.
- BENJAMIN, Antônio Herman V., BESSA, Leonardo Roscoe, e MARQUES, Cláudia Lima [2013]. *Manual de Direito do Consumidor*. 5ª ed. São Paulo, Ed. RT.

- BESSA, Leonardo Roscoe, BENJAMIN, Antônio Herman V., e MARQUES, Cláudia Lima [2013]. *Manual de Direito do Consumidor*. 5ª ed. São Paulo, Ed. RT.
- BITTAR, Carlos Alberto (coord.) [1990]. *Novos Contratos Empresariais*. São Paulo, Ed. RT.
- BULGARELLI, Waldírio [1990]. “Diretrizes gerais dos contratos empresariais”. In: BITTAR, Carlos Alberto (coord.). *Novos Contratos Empresariais*. São Paulo, Ed. RT (pp. 15-22).
- COELHO, Fábio Ulhoa [2013]. *Curso de Direito Comercial*. 14ª ed., vol. 3. São Paulo, Saraiva.
- COMPARATO, Fábio Konder [2011]. “A proteção do consumidor: importante capítulo do direito econômico”. *Revista de Direito do Consumidor* 20/27-46. N. 77. São Paulo, janeiro-março/2011.
- FORGIONI, Paula Andrea [2010]. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. São Paulo, Ed. RT.
- [2012]. *A Evolução do Direito Comercial Brasileiro – Da Mercancia ao Mercado*. 2ª ed. São Paulo, Ed. RT.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, e ADAMEK, Marcelo Vieira von (coords.) [2014]. *Temas de Direito Empresarial e outros Estudos em Homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo, Malheiros Editores.
- FRANCO, Vera Helena de Mello [2009]. “Os contratos empresariais e seu tratamento após o advento do Código Civil de 2002”. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro/RDM* 151-152/22.
- GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis [2014]. “Os contratos mercantis e o Código Civil”. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von, e FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coords.). *Temas de Direito Empresarial e outros Estudos em Homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo, Malheiros Editores.
- JENSEN, Michael C., e MECKLING, William H. [1976]. “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics/JFE* 3. N. 4.
- MARQUES, Cláudia Lima [2003]. “Diálogo entre o Código de Defesa do Consumidor e o novo Código Civil: do ‘diálogo das fontes’ no combate às cláusulas abusivas”. *Revista de Direito do Consumidor* 45/71-99. São Paulo, janeiro-março/2003.
- MARQUES, Cláudia Lima [2014]. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor*. 7ª ed. São Paulo, Ed. RT.
- MARQUES, Cláudia Lima, BENJAMIN, Antônio Herman V., e BESSA, Leonardo Roscoe [2013]. *Manual de Direito do Consumidor*. 5ª ed. São Paulo, Ed. RT.
- MECKLING, William H., e JENSEN, Michael C. H. [1976]. “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics/JFE* 3. N. 4.
- MIRAGEM, Bruno [2014]. *Curso de Direito do Consumidor*. 5ª ed. São Paulo, Ed. RT.
- MOURÃO, Mário [2013]. “Prevalência do princípio da autonomia privada nas operações bancárias estruturadas”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 16/43-63. N. 59. Janeiro-março/2013.
- NUSDEO, Fábio [2001]. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 3ª ed. São Paulo, Ed. RT.
- SALOMÃO FILHO, Calixto [2011]. *O Novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo, Malheiros Editores.
- SANTOS, Theóphilo de Azeredo (coord.) [2003]. *Novos Estudos de Direito Comercial em Homenagem a Celso Barbi Filho*. Rio de Janeiro, Forense.
- WALD, Arnoldo [1991]. “O direito do consumidor e suas repercussões em relação às instituições financeiras”. *Revista de Informação Legislativa* 28/295-312. N. 111. Julho-setembro/1991.
- WAMBIER, Luiz Rodrigues [1996]. “Os contratos bancários e o Código de Defesa do Consumidor”. *Revista de Direito do Consumidor* 18. São Paulo, Ed. RT, abril-junho/1996.

# Doutrina & Atualidades

## ENTRE DOGMAS E INOVAÇÃO: A ANÁLISE ANTITRUSTE DE MERCADOS DE INTERNET

ADEMIR ANTÔNIO PEREIRA JR.

*1. O desenvolvimento da Nova Economia e os desafios ao direito da concorrência. 2. Inovação como elemento central em mercados de Internet e o risco de falsos positivos. 3. Identificando características comuns da dinâmica de mercados de Internet que devem refletir sobre a análise concorrencial: 3.1 Mercados relevantes – 3.2 Barreiras à entrada, externalidades de rede e poder de mercado – 3.3 Custos de troca e preferência dos usuários – 3.4 Inovação e poder de mercado. 4. Conclusão: consequências para a análise antitruste.*

**Resumo:** A Nova Economia tem características muito particulares e que não necessariamente se identificam com a dinâmica de setores mais tradicionais. Essas especificidades e a relativa falta de experiência das autoridades antitruste com esses novos mercados exigem um cuidado particular para que sejam minimizados os riscos de erro nas decisões – falsos positivos podem ter efeitos extremamente negativos sobre os incentivos a inovar, prejudicando elemento central desses mercados. O peso da inovação é especialmente relevante na compreensão da dinâmica de mercados de Internet (ou mercados digitais), e a análise concorrencial deve ser capaz de assimilar a relevância e o impacto da inovação para os comportamentos nesses mercados. Desse modo, a aplicação do direito da concorrência para analisar condutas ou fusões envolvendo mercados de Internet não pode confiar, sem reflexão crítica, em dogmas e postulados que permeiam a análise concorrencial construída essencialmente com base em experiências em setores tradicionais. Se o antitruste pretende levar inovação a sério, várias singularidades de mercados baseados na Internet demandam atenção das autoridades antitruste, que devem agir com cautela para

que os incentivos a inovar não sejam mitigados e os mercados continuem dinâmicos.

**Palavras-chave:** Antitruste; Direito da concorrência; Internet; Nova Economia; Concorrência dinâmica; Inovação; Poder de mercado.

**Abstract:** The New Economy has specific features not always found in the dynamics of more traditional industries. Such specificities and the relative lack of experience of antitrust regulators with these new markets demand a particular care to minimize risks of decision error – false positives can negatively impact incentives to innovate, harming a central element in these markets. Innovation has a special weight in the comprehension of the dynamics of Internet markets, and antitrust analysis must be capable of assimilating the relevance and impact of innovation on practices in these markets. Then, the application of competition law in the analysis of mergers and behaviors cannot rely, without critical reflection, on dogmas and postulates originated from the antitrust analysis developed in cases involving traditional industries. If antitrust intends to take innovation seriously, many singularities of

Internet-based markets require attention from antitrust regulators, who must act with cautious to avoid mitigating incentives to innovate and preserve their fast dynamics.

**Keywords:** Antitrust; Competition law; Internet; New Economy; Dynamic competition; Innovation; Market power.

### 1. O desenvolvimento da Nova Economia e os desafios ao direito da concorrência

Nas últimas duas décadas a economia tem sido influenciada por setores diversos daqueles voltados à manufatura e industrialização de bens materiais como carros, aço, alimentos. A economia tem sido diretamente impactada por setores intensivos em tecnologia, compostos por empresas cujo foco concentra-se em produtos intangíveis, muitas vezes não consumíveis e destinados principalmente ao gerenciamento de informações. Nesse sentido, diversos autores sugerem existir uma mudança de paradigma, que caracteriza o que se convencionou denominar “Nova Economia”,<sup>1</sup> constituída essencialmente por três setores fundamentais: (i) *software* para computadores, (ii) negócios baseados na Internet e (iii) tecnologia de comunicações e equipamentos para os dois primeiros setores.<sup>2</sup>

Na Nova Economia informação é um ativo fundamental, e a competição entre agentes econômicos tem como eixo central a oferta de produtos relacionados às diferentes

categorias de informação.<sup>3</sup> A oferta desses produtos compreende não apenas a produção e a reprodução do conteúdo que carrega a informação, mas também a infraestrutura física que torna possível transmitir, armazenar, procurar e acessar informação de modo sem precedentes.<sup>4</sup>

O desenvolvimento do que veio a se denominar “Tecnologia da Informação” alterou significativamente a habilidade das pessoas de trocar, acessar e armazenar informações, o que resultou num aumento do valor das informações. De fato, embora a quantidade e a espécie de informações disponíveis tenham se alterado, esse não é o ganho central trazido pela tecnologia. O valor central da Nova Economia reside no desenvolvimento dos meios para que as pessoas possam acessar, compartilhar e armazenar a informação disponível.<sup>5</sup>

O progresso da Nova Economia foi acompanhado por uma série de preocupações concorrenciais. Ao mesmo tempo em que a Nova Economia surpreendia o mundo com novos produtos e serviços, que eram desenvolvidos, lançados e após substituídos a ritmo extraordinário, gerava também certos questionamentos relacionados à formação de grandes agentes que controlavam parcelas substantivas de seus mercados – o exemplo mais recorrente é a Microsoft, um gigante no setor de *software* que enfrentou uma série de disputas antitruste nas décadas de 1990 e início dos anos 2000.<sup>6</sup> A oferta em vários

3. Adota-se um sentido amplo para o termo “informação”, que compreende todo conteúdo que pode ser digitalizado e transmitido eletronicamente (nesse sentido, v.: Carl Shapiro e Hal R. Varian, *Information Rules – A Strategic Guide to the Network Economy*, Harvard Business School Press, 1999, p. 3).

4. Cf.: Richard Posner, “Antitrust in the New Economy”, cit., *Antitrust Law Journal* 925/61.

5. Cf.: Carl Shapiro e Hal R. Varian, *Information Rules – A Strategic Guide to the Network Economy*, cit., p. 8.

6. Casos envolvendo a Microsoft inspiraram o desenvolvimento inicial de ampla bibliografia

1. Trata-se de tradução literal da expressão cunhada em Inglês *New Economy*, que procura refletir a predominância de mercados pautados em tecnologia. Sobre a origem desse conceito, v.: Dennis W. Jansen, “Introduction: what is the New Economy?”, in D. Jansen (ed.), *The New Economy and Beyond: Past, Present and Future*, Edward Elgar, 2006, p. 12.

2. A identificação destes três setores como centrais na Nova Economia é feita em Richard Posner, “Antitrust in the New Economy”, in *Antitrust Law Journal* 925/60, 2001.

setores da Nova Economia é essencialmente caracterizada por altos custos fixos e custos marginais extremamente baixos ou tendentes a zero, gerando significativas economias de escala e incentivando a concentração. Além disso, muitos desses setores apresentavam expressivas externalidades de rede (*network externalities*) e custos de troca (*switching costs*), o que contribuía para a identificação de mercados com um agente econômico em nítida liderança, sendo capaz de captar parcela substantiva ou a integralidade desses mercados.<sup>7</sup> Por fim, muitos desses mercados tinham como elemento central direitos de propriedade intelectual, que constituíam barreira jurídica relevante ao desenvolvimento de concorrentes diretos (embora tivessem, em geral, papel relevante no incentivo à inovações).<sup>8</sup>

Como resultado, em diversas jurisdições, especialmente nos Estados Unidos e na Europa, setores da Nova Economia enfrentaram vários questionamentos de ordem concorrencial nos últimos 20 anos, especialmente no que diz respeito a condutas unilaterais de abuso de posição dominante (ou monopolização)<sup>9</sup> e controle de fusões

debatendo a necessidade, ou não, de alterações na análise antitruste aplicada a setores da Nova Economia. Nesse sentido, v.: Franklin M. Fisher e Daniel L. Rubinfeld, “U.S. vs. Microsoft: an economic analysis”, *The Antitrust Bulletin* 46, 2001; Andrew I. Gavil e Harry First, *Microsoft Antitrust Cases*, MIT Press, 2014; e William H. Page e John E. Lopatka, *The Microsoft Case: Antitrust, High Technology, and Consumer Welfare*, The University of Chicago Press, 2007.

7. Cf.: Hal Varian, “Competition and market power”, in Hal Varian, Joseph Farrell e Carl Shapiro, *The Economics of Information Technology*, Nova York, Cambridge University, 2004, pp. 25-27.

8. Cf.: Robert Pitofsky, “Challenges of the New Economy: issues at the intersection of antitrust and intellectual property”, *Antitrust Law Journal* 68/919, 2001.

9. Há uma infinidade de exemplos de investigações de condutas unilaterais que poderiam ser citados aqui. Dentre os mais conhecidos encontram-se as diversas investigações contra a Microsoft tanto nos

e aquisições.<sup>10</sup> No Brasil a experiência do Conselho Administrativo de Defesa Econômica/CADE com esses casos ainda é restrita, mas tende a se ampliar rapidamente com o desenvolvimento desses setores.<sup>11</sup>

Essa tendência de autoridades antitruste e tribunais se preocuparem com concentrações e condutas nesses setores foi contraposta por uma série de discussões que procuravam questionar o papel da política concorrencial na Nova Economia. Em particular, essas discussões tinham como pano de fundo a peculiar dinâmica dos mercados na Nova Economia, que eram caracterizadas por intensa inovação e rápido surgimento de novos produtos e modelos de negócio.<sup>12</sup> Desse modo, mesmo firmas com grande participa-

Estados Unidos quanto na Europa, compreendendo análise de diversas condutas tais como venda casada, inovação fraudulenta e outras, as investigações envolvendo o uso de patentes essenciais por empresas no setor de telecomunicações nos Estados Unidos, na Europa e na Ásia (incluindo investigações contra a Samsung, a Ericsson, a Motorola e outras) e as recentes investigações contra o Google por condutas envolvendo seu mecanismo de busca.

10. Mercados que integram a Nova Economia também têm sido objeto de escrutínio rigoroso no controle de fusões e aquisições, tanto nos Estados Unidos quanto na Europa. Exemplos recentes incluem a análise da aquisição do Whatsapp pelo Facebook e a compra do Skype pela Microsoft.

11. Nesse sentido, o CADE já examinou uma série de atos de concentração e, mais recentemente, tem enfrentado discussões relevantes envolvendo acusações de abusos de posição dominante envolvendo agentes econômicos atuando na Nova Economia. Em junho/2015 o CADE proferiu sua primeira decisão envolvendo o uso de ações judiciais para exigibilidade de direitos sobre patentes essenciais a *standards* tecnológicos (“TCT versus Ericsson”, Procedimento Preparatório 08700.008409/2014-00), reconhecendo que a exigibilidade desses direitos é, em regra, legítima e apenas poderia constituir um ilícito em situações excepcionais. Vale, ainda, notar investigações de práticas do Google, em que discussões relevantes sobre mercados de Internet devem emergir (v., por exemplo, Processo Administrativo 08012.010483/2011-94).

12. Cf.: Richard Posner, “Antitrust in the New Economy”, cit., *Antitrust Law Journal* 925/61.

ção de mercado poderiam ser incapazes de exercer poder de mercado.

Nesse sentido, surgiram questionamentos apontando que a política de defesa da concorrência deveria se abster de examinar casos envolvendo setores da Nova Economia, essencialmente em razão da dinamicidade desses mercados e dificuldades institucionais que agências e tribunais teriam para lidar com suas especificidades, o que poderia gerar intervenções desastrosas, com efeitos negativos sobre o processo competitivo e os incentivos a inovar. Em contraposição, outras linhas de argumentação surgiram no sentido de reconhecer que o direito concorrencial não deveria se abster de examinar esses mercados, mas preconizavam que a análise concorrencial aplicada a setores tradicionais não poderia ser aplicada à Nova Economia sem adaptações e reflexões substantivas que procurassem contemplar as particularidades desses setores e, em especial, mitigar possíveis equívocos na análise antitruste que pudessem ter impacto negativo sobre a inovação.<sup>13</sup>

Embora autoridades antitruste e tribunais geralmente reconheçam a particular importância da inovação em setores da Nova Economia e a necessidade de evitar intervenções estatais que possam prejudicar a dinâmica de inovação, há nítida tendência à aplicação dos mesmos parâmetros de análise utilizados para o exame de condutas e fusões em setores mais tradicionais, sem que sejam feitas adaptações ou considerações substantivas.<sup>14</sup>

13. Sínteses dessas posições podem ser encontradas em Jonathan M. Jacobson, “Do we need a ‘New Economy’ exception for antitrust?”, *Antitrust Bulletin*, Fall 2001, p. 89. V. também: William J. Baer e David A. Balto, “Antitrust enforcement and high-technology markets”, *Michigan Telecommunications Law Review* 5/73, 1999.

14. Nesse sentido, v. discurso de Renata Hesse, atual *Deputy Assistant Attorney General* da Divisão Antitrust do *Department of Justice/DOJ: At the Intersection of Antitrust & High-Tech: Opportunities for Constructive Engagement*, Stanford Law School, 2014.

No entanto, setores da Nova Economia têm características muito particulares e que não necessariamente se identificam com a dinâmica de setores mais tradicionais e em relação aos quais as autoridades antitruste já têm acumulada experiência. Essas especificidades, somadas à relativa falta de experiência com esses novos mercados, exigem um cuidado particular para que sejam minimizados os riscos de erro. Isso porque decisões com falsos positivos (conclusão equivocada de que uma conduta é anticompetitiva quando na verdade era pró-competitiva) podem ter efeitos extremamente negativos, ao reduzir os incentivos a inovar, prejudicando elemento central desses mercados.<sup>15</sup> O risco de falsos positivos é ainda mais crítico nesses segmentos, já que apresentam dinâmicas ainda mais centradas na inovação e mais complexas de serem compreendidas com base em parâmetros de análise pautados em mercados tradicionais.<sup>16</sup>

Em particular, este trabalho tem como foco identificar as especificidades de mercados baseados na Internet, também conhecidos como mercados digitais (compreendendo aplicações, serviços ou conteúdos transmitidos pela Internet), e procura questionar em que medida a análise antitruste deve se adaptar a tais especificidades para levar a inovação a sério nesses mercados<sup>17</sup>.

Este trabalho assume como hipótese que várias das singularidades (enunciadas abaixo) de mercados digitais demandam

15. A consideração da possibilidade de erro nas decisões e seu impacto sobre elementos como inovação foi introduzida na análise antitruste por Frank Easterbrook, “The limits of antitrust”, *Texas Law Review* 63/1-40, 1984.

16. Cf.: Geoffrey A. Manne e Joshua D. Wright, “Innovation and the limits of antitrust”, *Journal of Competition Law and Economics* 6, 2010.

17. A provocação sobre a necessidade de se levar a inovação a sério na análise antitruste é feita por Tim Wu, *Taking Innovation Seriously: Antitrust Enforcement if Innovation Mattered Most*, in *Antitrust Law Journal* 78 (2012), pp. 313-328.

atenção das autoridades antitruste, que devem agir com cautela para que os incentivos a inovar não sejam mitigados e os mercados de Internet continuem dinâmicos. Os inerentemente complexos casos de fusões e aquisições e de condutas unilaterais tornam-se ainda mais intrincados quando envolvem mercados de Internet, e exigem a rejeição de dogmas preconcebidos e usualmente adotados, tais como “alto *market share* significa posição dominante”, “externalidades de rede são barreiras significativas à entrada” e “principal *driver* da concorrência é preço”. É necessária uma análise cuidadosa, largamente baseada em evidências reais de mercado (e não teorias abstratas), para que a dinâmica específica desses mercados seja adequadamente ponderada.

Além disso, se a inovação é elemento central da Internet e tem sido reconhecida como pilar fundamental da política concorrencial, a intervenção antitruste em mercados digitais não pode ter outro ponto focal que não o incentivo à inovação. Nesse contexto, é adequada e necessária certa deferência às justificativas negociais das práticas ou fusão sob investigação. Em particular, autoridades antitruste e tribunais devem ser extremamente cautelosos e evitar ao máximo qualquer intervenção sobre atividades ou produtos inovadores, conferindo, assim, maior peso a elementos de concorrência dinâmica na análise antitruste.

Note-se, no entanto, que isso não significa que as ferramentas disponíveis não sejam suficientes ou devam ser completamente alteradas. Não se trata, aqui, de assumir que os preceitos econômicos da Nova Economia são totalmente novos ou diferentes,<sup>18</sup> mas, sim, observar que premissas e dogmas usualmente adotados pelo direito concorrencial para simplificar a análise e garantir a decidibilidade

18. Como esclarecem Varian e Shapiro, “Technology changes. Economic laws do not” (*Information Rules – A Strategic Guide to the Network Economy*, cit., p. 1).

de conflitos podem não funcionar adequadamente para a análise de mercados digitais. As particularidades discutidas a seguir exigem exames detidos em concreto para a consideração de dinâmicas específicas desses mercados, tornando inadequada a utilização acrítica de dogmas desenvolvidos a partir da experiência em mercados tradicionais.

## **2. Inovação como elemento central em mercados de Internet e o risco de falsos positivos**

O desenvolvimento da Internet foi central na mudança de paradigma da Nova Economia, estabelecendo uma plataforma global para compartilhamento de informações.<sup>19</sup> Seguindo a alegoria de Tim Wu, a Internet começou como um “brinquedo” de cientistas e *geeks* mas veio a se tornar tão essencial na vida das pessoas quanto estradas, eletricidade e o telefone.<sup>20</sup>

A estrutura técnica da Internet, ao adotar como fundamento essencial a neutralidade da rede, criou uma plataforma global que permite o florescimento de inovações a baixo custo e independente de autorizações ou preferências de grandes conglomerados.<sup>21</sup> Na Internet inovar não é custoso, depende

19. Cf.: Anupam Chander, *The Electronic Silk Road – How the Web Binds the World Together in Commerce*, Yale University Press, 2013, p 23.

20. Tim Wu, *Network Neutrality: Competition, Innovation, and Nondiscriminatory Access, Testimony Before the House Committee in the Judiciary, Telecom & Antitrust Task Force*, 2006.

21. Esse desenvolvimento sem precedentes da utilidade e relevância da Internet para os usuários deve-se à criação de uma rede que estimula inovações e permite a livre criação de serviços e recursos. Desde sua fundação a rede sobre a qual a Internet funciona foi planejada, do ponto de vista técnico, para facilitar o desenvolvimento de aplicações que utilizem essa infraestrutura de rede para realizar serviços sem, no entanto, depender da intervenção ou autorização do proprietário da rede. Nessa estrutura de rede, baseada em princípios de *design* denominados *end to end*, os aplicativos podem ser desenvolvidos sem autorização

essencialmente de grandes ideias e de capacidade técnica de implementação. O notável surgimento e desenvolvimento de centenas de empresas e serviços *on-line* é uma evidência concreta do potencial da Internet de incentivar inovação. Agentes econômicas como Amazon, E-Bay, Google e Facebook redefiniram como as pessoas interagem e como definem expectativas, substituindo empresas e modelos de negócio anteriormente estabelecidos. Como a Internet permite inovação a custo baixo e independente da aprovação prévia de determinados *players* já estabelecidos, essas inovações puderam prosperar e constituem, hoje, aplicativos utilizados em todo o mundo, gerando receitas extraordinárias e movimentando a economia em diversas partes do Globo.

Por sua vez, a política de defesa da concorrência reconhece com cada vez mais vigor a importância da inovação. Tornou-se lugar-comum anotar que a política de defesa da concorrência não protege somente um mercado competitivo do ponto de vista estático, mas também do ponto de vista dinâmico. Significa dizer que, além da consideração da concorrência em preço e quantidade (análise

ou controle pelo agente que detém a rede física que transporta os dados, tornando a rede neutra e incapaz de diferenciar aplicações (*application-blind*). Significa dizer que, em razão da estrutura de *design* adotada na criação da Internet, as empresas de telecomunicações que ofertam as redes físicas utilizadas para o transporte dos dados não conseguiram diferenciar os diferentes pacotes de dados transportados pela rede, impedindo estratégias de diferenciação de preço, discriminação de velocidade ou bloqueio de acesso. A preservação dessa dinâmica é o objeto central das discussões sobre neutralidade de rede. Para uma análise introdutória do problema, v.: Barbara van Schewick, “Opening statements at the Federal Communications Commission’s Workshop on Innovation, Investment and the Open Internet”, 2010, disponível em <http://media.law.stanford.edu/publications/archive/pdf/van%20Schewick%20Opening%20Statement.pdf>. Um exame detalhado do impacto do *design* da rede sobre inovação pode ser encontrado em Barbara van Schewick, *Internet Architecture and Innovation*, Cambridge, MIT Press, 2010.

estática), a política de defesa da concorrência tem incorporado também uma análise dos incentivos e condições para inovação em um dado mercado.<sup>22</sup>

Essa concepção, nitidamente influenciada pela obra de Schumpeter, aponta que o processo de concorrência não é somente um mecanismo de mercado via preços. É, sim, um processo interativo, movido por esforços de diferenciação que geram desequilíbrios no mercado, garantindo ao agente que inova vantagens competitivas que lhe permitam realizar ganhos monopolísticos, ainda que temporários. Nesse contexto, como reconhece Schumpeter, a tendência natural do mercado é que a concorrência se recomponha. Afinal, os agentes econômicos racionais desejarão imitar, copiar, a inovação, com o fim de auferir os ganhos por ela gerados. Em outras palavras: o equilíbrio competitivo deve se restabelecer, até que o processo competitivo leve a outra inovação, gerando novo desequilíbrio.<sup>23</sup>

Têm-se, assim, duas facetas que integram o processo competitivo. A primeira representa a dimensão na qual surgem as inovações e na qual se passam as transformações estruturais, enquanto a segunda envolve alinhamentos e a supressão das diferenças criadas, gerando um estado de paridade mediante imitações ou desenvolvimento de produtos similares (que deverá ser superado por novos desequilíbrios provenientes de outra inovação). Concorrência não se limita

22. A respeito dessa evolução, v.: Geoffrey A. Manne e Joshua D. Wright, “Innovation and the limits of antitrust”, cit., *Journal of Competition Law and Economics* 6/153 e ss.

23. Schumpeter, *Teoria do Desenvolvimento Econômico*, Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1961, p. 155. Schumpeter insere o elemento dinâmico na análise e confere a esse elemento papel central no processo de desenvolvimento. Nesse sentido, a terminologia adotada por Schumpeter distingue claramente desenvolvimento (inovação) de crescimento (alterações graduais e esperadas no fluxo circulatório da economia).



a uma ou outra faceta, mas é ao mesmo tempo ambas. Significa dizer que não caberia identificar concorrência somente como um mecanismo de redução de assimetrias e supressão de poder de mercado (como na visão estática tradicional). Nessa perspectiva,

“o mercado passar a ser tratado como um ambiente de seleção de inovações em sentido amplo, incluindo novas estratégias, rotinas e produtos. (...) Logo, o correspondente critério normativo de avaliação dos mercados deve focalizar seu desempenho seletivo, isto é, em que medida ele cumpre bem sua função de selecionar – filtrar, difundir, eliminar – novos produtos, processos e estratégias”.<sup>24</sup>

A competição por inovação passa a ser reconhecida como dinâmica concorrencial benéfica ao bem-estar social: “today, the knowledge that innovation contributes more to economic growth than increased price/cost competition seems relatively secure”.<sup>25</sup> Incentivar estruturas de mercado que propiciam a inovação e reprimir comportamentos que a desencorajem passaram a ser tarefas centrais da política de defesa da concorrência, que precisa desenvolver ferramentas mais efetivas para tanto.<sup>26</sup> Nesse contexto tornam-se comuns as discussões sobre como inserir elementos de concorrência dinâmica na análise concorrencial, o que é reconhecido como um dos principais desafios do direito da concorrência na atualidade, tanto por dificuldades institucionais quanto teóricas.<sup>27</sup>

24. Mario Possas, “Economia normativa e eficiência: limitações e perspectivas na aplicação antitruste”, in Mario Possas (org.), *Ensaio sobre Economia e Direito da Concorrência*, São Paulo, Singular, 2002, p. 234.

25. Cf.: Herbert Hovenkamp, “Restraints on innovation”, *Cardozo Law Review* 29/256, 2007.

26. Cf.: Tim Wu, “Taking innovation seriously: antitrust enforcement if innovation mattered most”, *Antitrust Law Journal* 78/314-316.

27. “The debate over dynamic analysis appears to be moving beyond the question whether it should be used in antitrust law and toward identifying the appropriate ways and circumstances in which to do so.5 An increased focus upon dynamic competition

Em mercados envolvendo a Internet o peso da inovação é ainda mais relevante na constituição e compreensão de suas dinâmicas. Como resultado, a análise concorrencial deve, necessariamente, ser capaz tanto de assimilar a relevância e o impacto da inovação para os comportamentos nesses mercados quanto de se resguardar de eventuais riscos de incompreensões e equívocos que possam ter impacto negativo sobre os incentivos a inovar.

Dadas as características específicas de mercados de inovação e a relativamente pequena experiência com esses mercados, o risco de “falsos positivos” (decisão que considera anticompetitiva uma conduta legítima) é notável. Os intrincados casos de fusões e aquisições e de condutas unilaterais tornam-se ainda mais complexos quando envolvem mercados de Internet, posto que exigem a análise de dinâmicas competitivas singulares, recentemente criadas e sobre as quais pouco se teve tempo de conhecer. Os altos riscos de falsos positivos são extremamente problemáticos, pelo impacto negativo que teriam sobre os incentivos à inovação. Em outras palavras: o risco de falsos positivos está claramente presente e poderia ter consequências muito graves sobre o processo de inovação.<sup>28</sup>

Desse modo, várias singularidades de mercados baseados na Internet demandam atenção das autoridades antitruste, que de-

has the potential to improve antitrust analysis and, thus, to benefit consumers. Realizing that potential, however, is challenging. Just as an antitrust analysis focused solely upon static competition is unlikely to maximize consumer welfare or economic growth, one so paralyzed by the fear of deterring innovation that it fails to intervene where consumers are threatened with imminent harm would not serve either” (Douglas H. Ginsburg e Joshua D. Wright, “Dynamic analysis and the limits of antitrust institutions”, *Antitrust Law Journal* 78/2, 2012).

28. Frank Easterbrook, “The limits of antitrust”, cit., *Texas Law Review* 63/5. V. também: Geoffrey A. Manne e Joshua D. Wright, “Innovation and the limits of antitrust”, cit., *Journal of Competition Law and Economics* 6/18-23.

vem agir com cautela para que os incentivos a inovar não sejam mitigados e os mercados de Internet continuem dinâmicos.

### **3. Identificando características comuns da dinâmica de mercados de Internet que devem refletir sobre a análise concorrencial**

A dinâmica dos mercados de Internet pode trazer desafios consideráveis a advogados e economistas. Elementos e características específicos desses mercados os tornam singulares, o que pode desaconselhar a aplicação automática e sem reflexões de métodos de análise e presunções estabelecidos com a experiência em setores mais “tradicionais”.

No Brasil, por exemplo, o CADE reúne, hoje, extensa experiência em casos envolvendo setores aqui denominados “tradicionais” (ou seja, não relacionados à Nova Economia e que existem há muitas décadas, como mineração, aço, infraestrutura, bebidas etc.). Em comparação com mercados de Internet, a diferença é não apenas quantitativa, mas também qualitativa: nos últimos anos houve não apenas muito mais casos envolvendo setores tradicionais, como também houve mais casos complexos, que demandaram do CADE uma análise mais extensa e que conferiram ao órgão um domínio maior sobre a dinâmica desses setores. Nesse sentido, nos últimos 20 anos o CADE examinou uma série de casos complexos no setor de comidas e bebidas (investigações de condutas unilaterais da AmBev, análise dos atos de concentração de formação da AmBev, da BR Foods, e aquisição da Garoto pela Nestlé), no setor de infraestrutura (aquisição da BrT pela Oi, da ALL pela Rumo e uma série de condutas envolvendo acesso a redes de telecomunicações), mineração e aço (diversos casos envolvendo aquisições da Vale, CSN e Usiminas).

Considerando os casos mencionados acima, dentre outros, é possível identificar na análise concorrencial desses setores os

seguintes elementos:<sup>29</sup> (i) definições de mercado relevante relativamente simples e com fronteiras bem definidas podiam ser adotadas; (ii) presunções no sentido de que altas participações de mercado geram poder de mercado eram razoáveis dado que posições dominantes haviam se estabelecido e perdurado por décadas (isto é, AmBev e Sadia/Perdigão têm sido dominantes por décadas); (iii) barreiras à entrada são significativas, em razão da necessidade de altos investimentos em plantas industriais, organização de redes de distribuição complexas e altos investimentos em publicidade para desenvolvimento de marcas; (iv) economias de escala são crescentes e custos de trocas costumam ser altos; (v) a concorrência é predominantemente estática (preço e quantidade são variáveis fundamentais), e não dinâmica (em regra, não houve alterações significativas na tecnologia que resultassem em modificações na esfera de competição nesses mercados).

A experiência com esses setores resultou no surgimento de certos dogmas que permeiam a análise concorrencial no Brasil e em outras jurisdições, tais como “alto *market share* significa posição dominante”, “externalidades de rede são barreiras significativas à entrada”, “substituir produtos é custoso – havendo certo efeito *lock-in* ou de *path*

29. Esses dogmas da análise transparecem não apenas do exame dos casos concretos, mas também dos guias de análise utilizados pelas autoridades antitruste. A principal referência é as *Horizontal Merger Guidelines*, preparadas em conjunto pelo DOJ e pela *Federal Trade Commission/FTC*. A última versão desse Guia foi publicada em 2010 e utiliza definições estritas de mercado relevante e exames de *market share* como *screenings* centrais no exame de fusões. Além disso, a análise de entrada e rivalidade é pautada essencialmente em elementos de concorrência estática (preço e quantidade), havendo pouco espaço para ponderações sobre concorrência dinâmica. Minuta de guia recentemente publicada pelo CADE e ainda em discussão em junho/2016, quando da conclusão deste artigo, segue estrutura similar. O guia conjunto DOJ/FTC encontra-se disponível em <https://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/merger-review/100819hmg.pdf>.

*dependence* – e pode dar lugar a exercício de poder de mercado”, “principal *driver* da concorrência é preço” – entre outros. Esses dogmas, se aplicados aos mercados de Internet sem reflexão crítica, podem levar a imprecisões na decisão. Isso porque mercados de Internet apresentam dinâmicas distintas, que precisam ser consideradas com cuidado na análise concorrencial.

### 3.1 Mercados relevantes

Primeiro, é difícil estabelecer com razoável precisão fronteiras para os mercados relevantes. Muitos *sites* e serviços *on-line* têm funcionalidades similares e podem ser utilizados para fins análogos; esses *websites* têm evoluído e inovado rapidamente, passando a integrar novas funcionalidades e utilizações na mesma plataforma, tornando as fronteiras entre mercados relevantes muito difíceis de definir.

Nesse sentido, o Amazon era inicialmente uma livreria virtual, mas depois passou a atuar na revenda de um portfólio muito mais amplo de produtos, e hoje se tornou o que usualmente se denomina *marketplace* ou uma plataforma que atua como um mercado, onde produtos são anunciados e vendidos por diferentes agentes. Dessa forma, o Amazon passou de um varejista *on-line* para uma plataforma que concorre diretamente com o E-Bay e o Google pela busca de produtos. Outro exemplo relevante é o do Facebook, que originalmente atuava somente como rede social, conectando pessoas para conversas informais ou troca de assuntos pessoais, e que vem desenvolvendo uma série de outras funcionalidades que permitem que pessoas compartilhem informações sobre vídeos, notícias de jornais ou revistas, análises de produtos, capturando, assim, *eyeballs* do Youtube, do Amazon e do Google.<sup>30</sup>

30. Colunista da Forbes defende que: “While a year or two ago, Google’s main competition in search might have been Bing and Yahoo, today it’s Apple and Amazon, and tomorrow it may be Facebook.

Esses exemplos sugerem que a dinâmica de concorrência na Internet é muito complexa, e diversos serviços e plataformas se sobrepõem e exercem pressão competitiva sobre outros, mesmo que não haja identidade entre suas atividades primárias. Desse modo, mesmo que Google e Amazon tenham funcionalidades distintas, é nítido que exercem pressão competitiva um sobre o outro, o que tem resultado em incrementos dos incentivos a inovar e se diferenciar.<sup>31</sup> O lançamento do Google Shopping, por exemplo, é parte da reação do Google ao avanço do Amazon, que vem se tornando uma plataforma de enormes proporções para buscas e aquisições de produtos. De modo similar, Facebook e Youtube são muito distintos, mas o Facebook vem gradualmente tomando para si parte da audiência do Youtube.<sup>32</sup>

The market is almost certainly broader than general search engines as we normally think of them” (<http://www.forbes.com/sites/halsinger/2012/09/18/who-competes-with-google-in-search-just-amazon-apple-and-facebook>).

31. Eric Shmidt, Presidente do Conselho de Administração do Google, destacou que “many people think our main competition is Bing or Yahoo. But, really, our biggest search competitor is Amazon” (<http://www.businessinsider.com/eric-schmidt-says-amazon-is-googles-biggest-search-competitor-2014-10#ixzz3e8ItIqYT>). Como noticiado pelo *The New York Times* em artigo publicado em 9.9.2012, “Google is a search engine, not a store, but it is increasingly inching into e-commerce with products like its comparison-shopping service, Google Shopping. At the same time, more people are using Amazon, a retailer, as a search engine to look for what they want to buy. (...) In 2009, nearly a quarter of shoppers started research for an on-line purchase on a search engine like Google and 18 percent started on Amazon, according to a Forrester Research study. By last year, almost a third started on Amazon and just 13 percent on a search engine. Product searches on Amazon have grown 73 percent over the last year while searches on Google Shopping have been flat, according to comScore” (disponível em [http://www.nytimes.com/2012/09/10/technology/google-shopping-competition-amazon-charging-retailers.html?\\_r=2&ref=technology](http://www.nytimes.com/2012/09/10/technology/google-shopping-competition-amazon-charging-retailers.html?_r=2&ref=technology)).

32. A revista *Time* notou, em artigo de dezembro/2014, que “this year, the company dusted

A análise concorrencial deve estar atenta a essas nuances e, muitas vezes, renunciar a segregações rígidas de mercados relevantes. Definições estreitas podem impactar de modo definitivo a análise, sugerindo que determinados *players* contam com participação significativa sobre determinado segmento específico enquanto, na verdade, sofrem concorrência efetiva de diversos outros *players* em segmentos relacionados e que se sobrepõem.<sup>33</sup>

Autoridades antitruste devem, então, procurar identificar as forças competitivas realmente presentes e considerar que produtos e serviços se desenvolvem com rapidez na Internet e podem passar a se sobrepor, mesmo que inicialmente ocupassem espaços distintos – desse modo, visões pautadas em pré-concepções ou percepções e experiências individuais tendem a estar equivocadas. A própria visão ampla externada pelos *players* sobre sua zona de atuação sugere que definições mais abrangentes de mercado tendem a ser uma aproximação mais adequada da realidade.

### 3.2 Barreiras à entrada, externalidades de rede e poder de mercado

A capacidade de evolução dos serviços para rápida entrada em outros segmentos é

off its oft-neglected video feature and quickly made auto-playing clips ubiquitous in users' News Feeds (with a big assist from the wildly viral ALS Ice Bucket Challenge). People are now watching videos uploaded directly to Facebook one billion times per day – and that big number is starting to whet marketers' appetites. As the social network ratchets up its plan to lure brands to place video ads on the site, its efforts could eventually threaten YouTube, which has dominated the online video space for nearly a decade" (<http://time.com/3634472/fb-vs-youtube-video>).

33. Sobre o impacto de definições restritas (e possivelmente equivocadas de mercado) sobre casos relevantes envolvendo mercados de tecnologia, v.: Chris Butts, "The Microsoft Case 10 years later: antitrust and new leading 'New Economy' firms", *Northwestern Journal of Technology and Intellectual Property* 8/288, 2010.

consistente com a segunda característica relevante dos mercados de Internet: as baixas barreiras à entrada. Os investimentos iniciais para a criação de um novo serviço na Internet são relativamente limitados – não é necessária a implantação de planta industrial, a maior parte dos serviços não requer a organização de redes de distribuição, não se exigem investimentos substantivos em publicidade (vários serviços, como Google, Facebook, LinkedIn, Twitter, Spotify, tiveram início e se desenvolveram sem investimentos importantes em publicidade). Nesse contexto, é notável que *players* previamente estabelecidos e que eram líderes em seus mercados foram destronados por empresas criadas por um ou dois indivíduos, sem recursos significativos, muitas vezes a partir de garagens ou dormitórios estudantis.

Essa conclusão não é necessariamente alterada por alegações de que em certos mercados há significativas externalidades de rede (diretas ou indiretas)<sup>34</sup> e escalas mínimas que garantem vantagens ao primeiro agente a se estabelecer (*first mover advantages*).<sup>35</sup> Nesse sentido, embora alguns argumentem que externalidades de rede são substantivas em mercados de Internet, a experiência nesses mercados tem demonstrado que (i) muitas vezes a assunção de que elas existem ou são representativas é equivocada (como no caso dos mecanismos de busca) e, (ii) mesmo quando existentes, elas nem sempre são óbice relevante à entrada e ao ganho de participação de novos serviços (como no caso das redes sociais).<sup>36</sup>

34. "When the value of a product to one user depends on how many other users there are, economists say that this product exhibits network externalities, or network effects" (Carl Shapiro e Hal Varian, *Information Rules – A Strategic Guide to the Network Economy*, cit., p. 13).

35. Para uma discussão sobre externalidades de rede e *first mover advantages* em mercados de alta tecnologia v.: Ilene Knable Gotts, Scott Sher e Michele Lee, "Antitrust merger analysis in high-technology markets", *European Competition Law Journal* 4/465, 2008.

36. Para uma análise de possíveis problemas antitruste em mercados de tecnologia com externali-

Novamente os serviços de busca e de rede social podem ser utilizados como exemplos. Serviços de busca como Google, Bing, Buscapé, Kayak, nitidamente não têm externalidades de rede diretas, ou seja, não se tornam mais atrativos à medida que são utilizados por mais pessoas (diferente de serviços como o telefone, exemplo clássico de externalidade de rede direta, dado que o telefone só é útil se houver pessoas na mesma rede a quem telefonar). Todavia, alguns argumentam que serviços de busca estão sujeitas a externalidades de rede indiretas ou *chicken and egg problem*.<sup>37</sup> Segundo esse argumento, embora um usuário de um serviço de busca não se beneficie diretamente do uso do mesmo mecanismo por outras pessoas, quanto mais pessoas utilizarem o mecanismo, mais ele se aperfeiçoa tecnicamente e dá melhores resultados. Isso porque os mecanismos de busca armazenam dados de buscas pretéritas realizadas por outras pessoas e usam essas informações para adivinhar o que um novo usuário pretende encontrar ao realizar uma busca similar. Dessa forma, defendem alguns que dados sobre comportamentos dos usuários constituem barreiras à entrada nesses mercados, enquanto a assimetria em número de buscas e dados coletados pode limitar a rivalidade, o que exigiria o compartilhamento de dados.<sup>38</sup>

No entanto, esse argumento já foi amplamente descaracterizado por evidências concretas e estudos realizados. Está claro que um volume inicial de buscas é, sim, re-

dades de rede significativas, v.: Herbert Hovenkamp, *The Antitrust Enterprise: Principle and Execution*, Cambridge, Harvard University Press, 2005, pp. 285 e ss.

37. A explicação sobre a diferenciação entre externalidades de rede diretas e indiretas é baseada em Hal Varian, “Competition and market power”, cit., in Joseph Farrell, Carl Shapiro e Hal R. Varian, *The Economics of Information Technology*, p. 33.

38. Nesse sentido, v.: Cédric Argenteon e Jens Prüfer, *Search Engine Competition with Network Externalities*, TILEC Discussion Paper, 2011.

levante para que o buscador possa se ajustar, mas essa “escala mínima” é razoavelmente pequena e os ganhos advindos de mais questionamentos são decrescentes.<sup>39</sup> Além disso, dados sobre preferências são acessíveis a vários agentes<sup>40</sup> – veja-se, por exemplo, a iniciativa do Facebook de desenvolver um serviço de busca e sua parceria com o Bing<sup>41</sup> – e podem ser adquiridos no mercado. Dado esse contexto, é crescente o volume de investimentos no desenvolvimento de novos buscadores, o que evidencia que a entrada é crível.<sup>42</sup>

Por sua vez, redes sociais como Facebook, Twitter, LinkedIn, apresentam externalidades de redes diretas – tornam-se mais valiosas à medida que conectam mais pessoas. Embora essas externalidades sejam componentes relevantes nesses mercados, não têm constituído óbice significativo à entrada e à rivalidade, em grande parte pelas características discutidas abaixo, como ausência de efeito *lock-in* e capacidade dos usuários de exercer suas preferências.

39. V.: Geoffrey A. Manne e William Rinchart, “The market realities that undermined the FTC’s antitrust case against Google”, *Harvard Journal of Law & Technology* 2013, p. 15.

40. Um mesmo indivíduo utiliza diversos serviços *on-line* num mesmo dia, permitindo que diversos *players* colem dados.

41. O Facebook havia desenvolvido parceria para compartilhar dados e oferecer serviços em conjunto com o Bing da Microsoft. Essa parceria parece ter sido desfeita no fim de 2014, pois o Facebook pretende lançar seu próprio serviço de busca. A respeito, v. reportagem da Forbes disponível em <http://www.forbes.com/sites/amitchowdhry/2014/12/15/facebook-removes-microsoft-bing-search-feature> e da Techcrunch em <http://techcrunch.com/2014/12/13/facebook-dumps-bing-will-introduce-its-own-search-tool>.

42. Reportagem recente do *The New York Times* indica que em 2013 e 2014 o número de *start-ups* focadas no desenvolvimento de buscadores financiadas por *venture capitalists* foi recorde – 27 em 2014 e 33 em 2013 ([http://www.nytimes.com/2015/05/04/technology/start-ups-try-to-challenge-google-at-least-on-mobile-search.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2015/05/04/technology/start-ups-try-to-challenge-google-at-least-on-mobile-search.html?_r=0)).

Importante observar, por fim, que mercados digitais que exijam maior presença no mundo físico (ou seja, não se baseiam em produtos ou serviços oferecidos exclusivamente *on-line*) podem apresentar barreiras à entrada um pouco mais relevantes, mas ainda assim significativamente menores que aquelas enfrentadas comumente por *players* com atividades similares no mundo físico. No caso do *e-commerce*, por exemplo, embora varejistas *on-line* enfrentem custos iniciais importantes de estoque e logística, ainda assim não enfrentam as mesmas dificuldades de desenvolvimento de uma rede física de lojas e precisam de análise particular, despida de presunções aplicáveis a setores conhecidos.

Esse é o ponto central, aqui: não é possível aplicar automaticamente a mercados de Internet presunções sobre externalidade de rede e barreiras à entrada aplicadas a outros setores. A Internet tem revelado uma dinâmica particular, e tem justamente quebrado barreiras antes existentes ao facilitar a entrada e o desenvolvimento de novos produtos e serviços.

### 3.3 Custos de troca e preferência dos usuários

Outra característica comum em vários mercados de Internet é a inexistência de efeito *lock-in* dos usuários. Os usuários na Internet são amplamente livres para trocar de serviço sem qualquer custo ou a custos muito baixos. É comum que se diga que a concorrência na Internet está a apenas um clique de distância. De fato, muitos serviços na Internet são oferecidos a preço zero aos usuários<sup>43</sup> (redes sociais, busca por produ-

tos ou locais, mapas, *e-mail* etc.), que não precisam pagar multas, telefonar para *call centers* ou enfrentar outros custos para a substituição de um serviço (mesmo serviços com tarifas de subscrição, como Netflix, podem ser facilmente substituídos, já que não têm custos de cancelamento, e um ou dois cliques confirmam essa opção).

A ausência de cobrança incentiva o uso de diferentes serviços e plataformas ao mesmo tempo (isto é, muitas pessoas têm várias contas de *e-mail* em servidores diferentes, utilizam mais que uma ferramenta de busca, serviços de *streaming* de vídeo, lojas *on-line* para compra de músicas etc.). Essa dinâmica incrementa a rivalidade no mercado e facilita a entrada efetiva e suficiente de novos *players*, exigindo dos agentes preestabelecidos e que lideram o mercado constantes esforços em inovação. Para que não sejam substituídos e se tornem obsoletos, mesmo *websites* com grande participação de mercado continuam tendo incentivos a inovar e a oferecer bons produtos, dado que suas posições nos mercados muitas vezes são contestáveis.

Novamente, exemplos tangíveis podem ser discutidos. Quando se iniciaram os serviços de buscas na Internet, o AltaVista era o *site* líder e parecia ter posição de mercado estável. Em poucos anos foi substituído pelo Yahoo, que se tornou líder incontestável. O Yahoo era apontado como o vencedor da “guerra dos buscadores”. No entanto, desenvolvendo um projeto acadêmico em um dormitório na Universidade de Stanford, dois estudantes de Doutorado criaram o Google e destronaram o Yahoo, simplesmente porque os usuários preferiram o Google ao Yahoo, e eram livres para escolher um ou o outro sem custos ou dificuldades de acesso.<sup>44</sup>

Mesmo em mercados com consideráveis externalidades de rede a preferência dos usuários tem sido determinante. Desse modo,

43. Essa dinâmica de preço está relacionada ao fato de se tratar, em geral, de mercados de dois lados, em que os agentes no outro lado da plataforma (anunciantes) pagam pelo custo total. Note-se, contudo, que há questionamentos sobre se serviços sem uma contraprestação monetária direta acabam sendo remunerados mediante a coleta de dados dos usuários.

44. O histórico dos mecanismos de busca é descrito em detalhes em <http://www.searchenginenehistory.com>.

é característica fundamental de mercados de Internet a capacidade dos usuários de fazer prevalecer suas preferências, substituindo rapidamente serviços ou utilizando várias plataformas ao mesmo tempo quando um serviço novo se apresenta. O Facebook é o exemplo mais notável nesse contexto. Novamente a partir de um dormitório universitário, um serviço foi lançado e se desenvolveu com tamanha rapidez e amplitude que superou e eliminou (pelas preferências dos usuários, e não conduta anticompetitiva) *players* dominantes – no mundo, o Myspace era a rede social dominante, enquanto no Brasil o Orkut era a rede social líder, mas foi oficialmente desativado recentemente.<sup>45</sup> Mais recentemente, o Waze (aplicativo de mapas que traça rotas considerando dados sobre tráfego nas vias) demonstrou que externalidades de rede muitas vezes não constituem óbice relevante para a entrada em mercados de Internet.<sup>46</sup>

Embora aplicativos de dados exijam altos volumes de dados, o Waze conseguiu entrar rapidamente e conquistar número crescente de usuários (substituindo em larga medida aparelhos tradicionais de GPS, como TomTom e Garmin, e outros aplicativos de Internet que ofereciam mapas). De modo similar, embora houvesse muitos aplicativos para mensagens já presentes e com grande número de usuários, o Whatsapp tornou-se o aplicativo mais popular, tendo superado uma série de aplicativos lançados por grandes *players*, como o Blackberry Messenger, o MSN Messenger e o Google Talk.<sup>47</sup>

45. O Orkut foi desativado em 30.9.2014 (<https://support.google.com/orkut/?hl=pt-BR>).

46. O Waze teve início como *start-up* criada por um grupo de pessoas dos Estados Unidos e de Israel em 2007 (<http://nocamels.com/2013/06/waze-founder-uri-levine-talks-about-the-companys-path-to-billion-dollar-success>).

47. O Whatsapp foi criado em 2009 por indivíduos que queriam desenvolver um aplicativo que mostrasse o *status* do usuário do telefone (<http://>

### 3.4 Inovação e poder de mercado

Altas participações de mercado não necessariamente indicam poder de mercado.<sup>48</sup> Nos últimos 15 anos diversos *players* que eram considerados dominantes caíram diante de inovações e da capacidade dos usuários de exercer livremente suas preferências. A dinamicidade desses mercados força que agentes que ocupam no presente a posição de líderes tenham incentivos constantes a inovar e desenvolver seus produtos. Identifica-se, assim, mais uma característica essencial desses mercados: alta taxa de inovação, que alça a concorrência dinâmica a fator central. Desse modo, mesmo agentes líderes continuam investindo e reformulando seus produtos, procurando se adaptar às novas e crescentes demandas de usuários.<sup>49</sup> Isso

[www.forbes.com/sites/parmyolson/2014/02/19/exclusive-inside-story-how-jan-koum-built-what-sapp-into-facebook-new-19-billion-baby/#51dc8a854ffb](http://www.forbes.com/sites/parmyolson/2014/02/19/exclusive-inside-story-how-jan-koum-built-what-sapp-into-facebook-new-19-billion-baby/#51dc8a854ffb)).

48. “To say that Google dominates ‘search’ or ‘search advertising’ misses the mark precisely because there is nothing especially antitrust-relevant about either search or search advertising. Because of their own unique products, innovations, data sources, business models, entrepreneurship and organizations, many companies that do not fall into either category have challenged and will continue to challenge the dominant company – and the dominant paradigm – in a shifting and evolving range of markets” (Geoffrey A. Manne e William Rinchart, “The market realities that undermined the FTC’s antitrust case against Google”, cit., *Harvard Journal of Law & Technology* 2013, p. 8).

49. “Internet monopolies are notoriously fleeting despite repeated (and eventually undermined) claims to the contrary. Competition is more rampant – and monopolies more fleeting – than is often assumed. In part this is because barriers to entry are low. For the same reason that Google and Facebook are competitors even though they operate in different ‘markets’ using different technologies, on-line dominance is difficult to maintain: technological innovation inevitably serves to marginalize specific technological means of accomplishing desired functions on-line, rendering incumbents susceptible to decimating, and often unexpected, competition” (Geoffrey A. Manne e William Rinchart, “The market

porque, se usuários há alguns anos se maravilhavam com alguns poucos serviços na Internet, tornaram-se hoje muito mais exigentes e habituados a serem surpreendidos com inovações. Além disso, usuários de Internet aprenderam a lidar com diversas plataformas ao mesmo tempo e a fazer tarefas cotidianas por meio da Internet, o que demanda serviços cada vez mais simples de serem executados, rápidos e diretos.

Nesse contexto, *players* como o Google não apenas desenvolvem vários projetos paralelos (como Google Glass, Android, carros sem motoristas), mas continuam trabalhando em seus produtos principais. O mecanismo de busca do Google é objeto de constantes inovações, sendo seus algoritmos e *design* constantemente desenvolvidos para que a experiência de busca se torne mais simples e mais completa.

O Facebook também tem trabalhado no desenvolvimento de novas funções em sua rede social: passou a oferecer a possibilidade de exibir vídeo, aprimorou seu aplicativo de mensagens e trabalha para oferecer funcionalidades de busca.<sup>50</sup> O Amazon continua

realities that undermined the FTC's antitrust case against Google", cit., *Harvard Journal of Law & Technology* 2013, p. 14).

50. O seguinte testemunho evidencia os planos de evolução do Facebook: "Two weeks ago [*em agosto/2014*] in Facebook's Q2 earnings call, Mark Zuckerberg reiterated Facebook's desire to become a more effective on-line 'search' competitor, although in his description of the initiative it became clear that he was talking about becoming a more effective competitor in the 'market for answers', as the *Wall Street Journal* pointed out: 'Facebook is trying to give people answers to what they're looking for in hopes they'll spend more time on the site or in the app, and in turn stealing searches away from Google or Microsoft's Bing'. In fact, responding to an analyst's question, Zuckerberg cited Facebook's unique advantages in the answers market: 'There is huge potential. There are a lot of questions that only Facebook can answer, that other services aren't going to be able to answer for you. We're really committed to investing in that and building out this unique service over the long-term. And I think at some point there

também inovando, transformando-se numa plataforma de *marketplace* e até mesmo utilizando *drones* para entregas.

Diante desse contexto, é necessário que autoridades antitruste considerem que modelos de negócio na Internet podem se tornar obsoletos rapidamente e sofrer com o lançamento de novo produto ou aprimoramento de produtos já estabelecidos, o que é claramente pró-competitivo, ainda que certos agentes sofram perdas e sejam eliminados.

Dessa forma, casos envolvendo mercados de Internet em geral trazem consigo o desafio de que elementos de concorrência dinâmica sejam inseridos na análise concorrencial. Se, de um lado, deixar de considerar o papel da inovação nesses mercados e realizar uma análise meramente pautada em elementos de concorrência estática tende a levar a resultados incorretos, de outro lado, a inserção de elementos de concorrência dinâmica na análise não é tarefa trivial. Afinal, ela requer a consideração de um número maior de variáveis e a realização de exercício com estimativas de *performance* futuras de elementos sobre os quais não necessariamente as autoridades conhecem em detalhes.

A inserção de elementos de concorrência dinâmica na análise antitruste encerra uma série de questões teóricas que remontam ao debate Schumpeter *versus* Arrow sobre estruturas de mercado<sup>51</sup> e avançam sobre debates mais atuais, envolvendo, por exemplo, teorias evolucionárias e neo-institucionais (*evolutionary e neo-institutional economics*).<sup>52</sup> Essas

is going to be an inflection where it starts to be useful for a lot of use cases. But that may still be years away. But we're just committed to doing this investment and making this right'" (disponível em <http://www.project-disco.org/competition/080614-searching-market-definition-internet-antitrust-21st-century>).

51. A respeito, v.: Jonathan Baker, "Beyond Schumpeter vs. Arrow: how antitrust fosters innovation", *Antitrust Law Journal* 74/577, 2007.

52. Teorias evolucionárias e neo-institucionais defendem que os modelos neoclássicos de inovação



questões precisam ser examinadas e discutidas, para que se tenha mais solidez sobre os pressupostos e as metodologias a serem adotados, desenvolvendo-se, assim, um arcabouço teórico/metodológico apropriável pela dogmática antitruste.<sup>53</sup>

Além disso, há também diversas dificuldades institucionais que tornam a implementação do arcabouço teórico/metodológico ainda mais complicada de ser realizada na prática, incluindo assimetria de informações das agências e tribunais, dificuldades de análise e inserção de variáveis futuras e incertas, dilação do tempo dos processos e investigações etc.

Esses pontos podem tornar a análise antitruste muito incerta, o que teria impactos negativos sobre mercados, ao gerar incerteza.<sup>54</sup>

Conciliar essas dificuldades é, talvez, o principal desafio do direito da concorrência nos próximos anos, e precisa passar a ser considerado e discutido com mais frequência, inclusive com novos estudos específicos sobre o tema.

não capturam os efeitos da diversidade de agentes atuando sob incerteza. A partir da literatura sobre estratégias de negócio na teoria da administração nota-se que agentes terão diferentes visões e percepções de possíveis inovações e seus valores. Alguns terão sucesso, enquanto outros falharão, mas não é possível definir *ex ante* qual a opção “correta”, como assume a teoria neoclássica. A respeito, v.: Richard Nelson e Sidney Winter, “In search of useful theory of innovation”, *Research Policy* 6/36-76, 1977; N. Rosenberg, “Uncertainty and technological change”, in Ralph Landau, Timothy Taylor e Gavin Wright (eds.), *The Mosaic of Economic Growth*, Stanford University Press, 1996; C. M. Christensen, *The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*, Harvard Business Review Press, 2000.

53. Cf.: J. Gregory Sidak e David J. Teece, “Dynamic competition in antitrust law”, *Journal of Competition Law and Economics* 2009, p. 28.

54. Douglas H. Ginsburg e Joshua D. Wright, “Dynamic analysis and the limits of antitrust institutions”, cit., *Antitrust Law Journal* 78/14 e ss.

#### 4. Conclusão: consequências para a análise antitruste

Considerando essas características de mercados de Internet, que são apoiadas em variados exemplos do mundo real, a aplicação do direito da concorrência para analisar condutas ou fusões envolvendo empresas nesses mercados não pode confiar, sem reflexão crítica, em dogmas que permeiam a análise concorrencial construída essencialmente com base em experiências em mercados tradicionais como bebidas, mineração e siderurgia.

Dogmas como “alto *market share* significa posição dominante”, “externalidades de rede são barreiras significativas à entrada”, “substituir produtos é custoso – havendo certo efeito *lock-in* ou de *path dependence* – e pode dar lugar a exercício de poder de mercado”, “principal *driver* da concorrência é preço”, podem, muitas vezes, levar a conclusões muito equivocadas no exame de mercados digitais, que são mercados por altas taxas de inovação.

Dadas as características específicas de mercados com alta inovação e a relativamente pequena experiência com esses mercados, o risco de “falsos positivos” (decisão que considera anticompetitiva uma conduta legítima) é notável.

Os altos riscos de falsos positivos são extremamente problemáticos, pelo impacto negativo que teriam sobre os incentivos à inovação.

Em mercados envolvendo a Internet o peso da inovação é ainda mais relevante na constituição e compreensão de suas dinâmicas. Como resultado, a análise concorrencial deve, necessariamente, ser capaz tanto de assimilar a relevância e o impacto da inovação para os comportamentos nesses mercados quanto de se resguardar de eventuais riscos de incompreensões e equívocos que possam ter impacto negativo sobre os incentivos a inovar.

Considerando a provocação de Tim Wu, se o antitruste pretende levar inovação a sério, várias singularidades de mercados baseados na Internet demandam atenção das autoridades antitruste, que devem agir com cautela, para que os incentivos a inovar não sejam mitigados e os mercados de Internet continuem dinâmicos.

Além da consideração dessas particularidades – e consequente rejeição da presunção advinda dos dogmas tradicionais –, há duas consequências iniciais sobre a análise antitruste que podem ser delineadas e podem ser exploradas à frente. Primeiro, para que seja reduzido o risco de erro, condenações de práticas anticompetitivas ou proibição de fusões devem se pautar em evidências sólidas e críveis de efeito anticompetitivo, evitando fiar-se em teorias abstratas de dano potencial. Por fim, é fundamental que seja garantida certa deferência a justificativas negociais pró-competitivas, especialmente quando pautadas em práticas ou produtos inovadores.

### **Bibliografia citada**

- ARGENTON, Cédric, e PRUFER, Jens. *Search Engine Competition with Network Externalities*. TILEC Discussion Paper, 2011.
- BAER, William J., e BALTO, David A. “Antitrust enforcement and high-technology markets”. *Michigan Telecommunications Law Review* 5/73-90. 1999.
- BAKER, Jonathan. “Beyond Schumpeter vs. Arrow: how antitrust fosters innovation”. *Antitrust Law Journal* 74. 2007.
- BALTO, David A., e BAER, William J. “Antitrust enforcement and high-technology markets”. *Michigan Telecommunications Law Review* 5/73-90. 1999.
- BUTTS, Chris. “The Microsoft Case 10 years later: antitrust and new leading ‘New Economy’ firms”. *Northwestern Journal of Technology and Intellectual Property* 8/275-291. 2010.
- CHANDER, Anupam. *The Electronic Silk Road – How the Web Binds the World Together in Commerce*. Yale University Press, 2013.
- CHRISTENSEN, C. M. *The Innovator’s Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*. Harvard Business Review Press, 2000.
- EASTERBROOK, Frank. “The limits of antitrust”. *Texas Law Review* 63/1-40. 1984.
- FARREL, Joseph, SHAPIRO, Carl, e VARIAN, Hal R. *The Economics of Information Technology*. Nova York, Cambridge University, 2004.
- FIRST, Harry, e GAVIL, Andrew I. *Microsoft Antitrust Cases*. MIT Press, 2014.
- FISHER, Franklin M., e RUBINFELD, Daniel L. “U.S. vs. Microsoft: an economic analysis”. *The Antitrust Bulletin* 46. 2001.
- GAVIL, Andrew I., e FIRST, Harry. *Microsoft Antitrust Cases*. MIT Press, 2014.
- GINSBURG, Douglas H., e WRIGHT, Joshua D. “Dynamic analysis and the limits of antitrust institutions”. *Antitrust Law Journal* 78/1-21. 2012.
- GOTTS, Ilene Knable, LEE, Michele, e SHER, Scott. “Antitrust merger analysis in high-technology markets”. *European Competition Law Journal* 4. 2008.
- HESSE, Renata. *At the Intersection of Antitrust & High-Tech: Opportunities for Constructive Engagement*. Stanford Law School, 2014.
- HOVENKAMP, Herbert. “Restraints on innovation”. *Cardozo Law Review* 29. 2007.
- . *The Antitrust Enterprise – Principle and Execution*. Cambridge, Harvard University Press, 2005.
- JACOBSON, Jonathan M. “Do we need a ‘New Economy’ exception for antitrust?”. *Antitrust Bulletin* Fall 2001.
- JANSEN, Dennis W. “Introduction: what is the New Economy?”. In: JANSEN, Dennis W. (ed.). *The New Economy and Beyond: Past, Present and Future*. Edward Elgar, 2006.
- JANSEN, Dennis W. (ed.). *The New Economy and Beyond: Past, Present and Future*. Edward Elgar, 2006.
- LANDAU, Ralph, TAYLOR, Timothy, e WRIGHT, Gavin (eds.). *The Mosaic of Economic Growth*. Stanford University Press, 1996.
- LEE, Michele, GOTTS, Ilene Knable, e SHER, Scott. “Antitrust merger analysis in high-technology markets”. *European Competition Law Journal* 4. 2008.
- LOPATKA, John E., e PAGE, William H. *The Microsoft Case: Antitrust, High Technology, and Consumer Welfare*. The University of Chicago Press, 2007.

- MANNE, Geoffrey A., e RINCHART, William. "The market realities that undermined the FTC's antitrust case against Google". *Harvard Journal of Law & Technology* 2013.
- MANNE, Geoffrey A., e WRIGHT, Joshua D. "Innovation and the limits of antitrust". *Journal of Competition Law and Economics* 6. 2010.
- NELSON, Richard, e WINTER, Sidney. "In search of useful theory of innovation". *Research Policy* 6/36-76. 1977.
- PAGE, William H., e LOPATKA, John E. *The Microsoft Case: Antitrust, High Technology, and Consumer Welfare*. The University of Chicago Press, 2007.
- PITOFESKY, Robert. "Challenges of the New Economy: issues at the intersection of antitrust and intellectual property". *Antitrust Law Journal* 68/913-924. 2001.
- POSNER, Richard. "Antitrust in the New Economy". *Antitrust Law Journal* 92/5/60-72. 2001.
- POSSAS, Mario. "Economia normativa e eficiência: limitações e perspectivas na aplicação antitruste". In: POSSAS, Mario (org.). *Ensaio sobre Economia e Direito da Concorrência*. São Paulo, Singular, 2002.
- (org.). *Ensaio sobre Economia e Direito da Concorrência*. São Paulo, Singular, 2002.
- PRUFER, Jens, e ARGENTON, Cédric. *Search Engine Competition with Network Externalities*. TILEC Discussion Paper, 2011.
- RINCHART, William, e MANNE, Geoffrey A. "The market realities that undermined the FTC's antitrust case against Google". *Harvard Journal of Law & Technology* 2013.
- ROSENBERG, N. "Uncertainty and technological change". In: LANDAU, Ralph, TAYLOR, Timothy, e WRIGHT, Gavin (eds.). *The Mosaic of Economic Growth*. Stanford University Press, 1996.
- RUBINFELD, Daniel L., e FISHER, Franklin M. "U.S. vs. Microsoft: an economic analysis". *The Antitrust Bulletin* 46. 2001.
- SCHEWICK, Barbara van. *Internet Architecture and Innovation*. Cambridge, MIT Press, 2010.
- . "Opening statements at the Federal Communications Commission's Workshop on Innovation, Investment and the Open Internet". 2010. Disponível em <http://media.law.stanford.edu/publications/archive/pdf/van%20Schewick%20Opening%20Statement.pdf>.
- SCHUMPETER, Joseph A. *Teoria do Desenvolvimento Econômico*. Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1961.
- SHAPIRO, Carl, e VARIAN, Hal R. *Information Rules – A Strategic Guide to the Network Economy*. Harvard Business School Press, 1999.
- SHAPIRO, Carl, FARREL, Joseph, e VARIAN, Hal R. *The Economics of Information Technology*. Nova York, Cambridge University, 2004.
- SHER, Scott, GOTTS, Ilene Knable, e LEE, Michele. "Antitrust merger analysis in high-technology markets". *European Competition Law Journal* 4. 2008.
- SIDAK, J. Gregory, e TEECE, David J. "Dynamic competition in antitrust law". *Journal of Competition Law and Economics* 2009.
- TAYLOR, Timothy, LANDAU, Ralph, e WRIGHT, Gavin (eds.). *The Mosaic of Economic Growth*. Stanford University Press, 1996.
- TEECE, David J., e SIDAK, J. Gregory. "Dynamic competition in antitrust law". *Journal of Competition Law and Economics* 2009.
- VARIAN, Hal R. "Competition and market power". In: FARREL, Joseph, SHAPIRO, Carl, e VARIAN, Hal R. *The Economics of Information Technology*. Nova York, Cambridge University, 2004.
- VARIAN, Hal R., e SHAPIRO, Carl. *Information Rules – A Strategic Guide to the Network Economy*. Harvard Business School Press, 1999.
- VARIAN, Hal R., FARREL, Joseph, e SHAPIRO, Carl. *The Economics of Information Technology*. Nova York, Cambridge University, 2004.
- WINTER, Sidney, e NELSON, Richard. "In search of useful theory of innovation". *Research Policy* 6/36-76. 1977.
- WRIGHT, Gavin, LANDAU, Ralph, e TAYLOR, Timothy (eds.). *The Mosaic of Economic Growth*. Stanford University Press, 1996.
- WRIGHT, Joshua D., e GINSBURG, Douglas H. "Dynamic analysis and the limits of antitrust institutions". *Antitrust Law Journal* 78/1-21. 2012.
- WRIGHT, Joshua D., e MANNE, Geoffrey A. "Innovation and the limits of antitrust". *Journal of Competition Law and Economics* 6. 2010.
- WU, Tim. "Network neutrality, broadband discrimination". *Journal on Telecommunication & High Technology Law* 2. 2003.

———. *Network Neutrality: Competition, Innovation, and Nondiscriminatory Access, Testimony Before the House Committee in the Judiciary, Telecom & Antitrust Task Force*. 2006.

———. “Taking innovation seriously: antitrust enforcement if innovation mattered most”. *Antitrust Law Journal* 78. 2012.

# Doutrina & Atualidades

## BENEFÍCIOS PARTICULARES DO CONTROLE NO BRASIL: O QUE MUDOU NOS ÚLTIMOS DEZ ANOS?

TOMÁS SOUZA QUEIRÓS DE ALVARENGA

*Introdução – 1. A evolução normativa em torno dos BPCs. 2. Estudo empírico: determinando a atual magnitude dos BPCs no Brasil: 2.1 O estudo de Dyck e Zingales – 2.2 Metodologia – 2.3 Descobertas. 3. Conclusão.*

**Resumo:** Existem benefícios particulares atrelados ao poder de controle. Nesse sentido, Dyck e Zingales [2004] realizaram um estudo empírico no qual averiguaram, com base em dados da década de 1990, que o Brasil era o País em que esses benefícios apresentavam maior valor. O direito societário e a autorregulação do mercado de capitais estão dentre os principais mecanismos para combater esse cenário e garantir a proteção dos investidores. Diante disso, o presente trabalho procura analisar a efetividade das mudanças institucionais no Brasil na última década, mediante um estudo empírico destinado a estimar o nível de benefícios particulares do controle. Os resultados alcançados demonstram que, por mais que o cenário brasileiro tenha se desenvolvido e alcançado patamares superiores de proteção aos acionistas minoritários, ainda existe uma grande barreira a ser superada com relação à qualidade da regulação.

**Palavras-chave:** Acionistas minoritários; Benefícios particulares do controle; Controladores; Direito societário; Mercado de capitais; Poder de controle; Proteção dos investidores.

### PRIVATE BENEFITS OF CONTROL IN BRAZIL: WHAT HAS CHANGED IN THE PAST TEN YEARS?

**Abstract:** There are private benefits linked to corporate control. In order to measure them,

Dyck and Zingales [2004] conducted an empirical study in which they found, based on data from the 1990s, that Brazil was the country where these benefits had the highest value. Corporate law and self-regulation of the capital market are among the main mechanisms to face this scenario and ensure investor protection. Thus, this paper analyzes the effectiveness of the institutional changes in Brazil in the last decade, through an empirical study aimed at estimating the level of private benefits of control. The results indicate that, even though the regulation of the capital market has developed and minority shareholders are better protected, there is still the need to overcome a barrier regarding the quality of the regulation.

**Keywords:** Capital market; Corporate law; Holding company; Minority shareholders; Power of control; Private benefits of control; Protection of investors.

### *Introdução*

O desenvolvimento econômico depende da capacidade de financiamento das empresas privadas, o que, por sua vez, depende da proteção aos seus investidores. Essa necessidade por capital pode ser suprida de diversos modos, dentre eles pelo mercado de capitais, que funciona como um dos principais meios

de intermediação entre quem tem dinheiro e quem precisa dele. Esse mercado exerce importante função em economias capitalistas globalizadas, pois oferece uma forma de financiamento que permite às empresas obterem recursos sem necessariamente precisarem se submeter, por exemplo, aos altos juros dos financiamentos bancários.

Em contrapartida ao aporte de capital, no mercado de capitais, o investidor recebe determinada participação acionária. Desse modo, diversos atores passam a integrar o quadro societário dessas empresas, cada qual com uma participação correspondente ao capital investido na sociedade. Devido a uma diferença na quantidade e no tipo de ações que cada um detém, cada investidor possui uma posição específica no quadro da companhia. Nessa dinâmica, apenas um determinado grupo, aquele que detém o poder de controle da sociedade, poderá determinar qual será a trajetória adotada pela empresa e a distribuição efetiva do retorno financeiro. Desse cenário resulta uma das questões mais problemáticas do mercado de capitais: os acionistas minoritários possuem pouco poder dentro da sociedade para defender seus interesses e direitos frente ao acionista controlador. Portanto, para mitigar a insegurança dos acionistas minoritários e permitir o desenvolvimento do mercado de capitais, os Países precisam desenvolver mecanismos de proteção aos investidores, para que estes se sintam seguros para aportar recursos na companhia.

Um dos principais mecanismos de proteção do acionista minoritário é o direito societário. Há uma série de normas legais com o objetivo de garantir que determinados direitos de todos os investidores sejam respeitados e que os benefícios sejam distribuídos de forma proporcional à participação.

Mesmo buscando garantir direitos iguais a todos os acionistas, existem diversas vantagens ao poder de controle que extrapolam a mera vaidade pessoal do controlador. Deter o controle acionário de uma empresa

é algo atrativo, não só por permitir controlar seu rumo, mas porque viabiliza, em alguns casos, que o controlador se aproprie de algum valor criado pela companhia, sem ter que dividi-lo com os outros acionistas. Esse sobrevalor representa o benefício particular do controle/BPC.<sup>1</sup> Segundo Wald, Moraes e Waisberg [2009:38], não existe

“um parâmetro determinado para se aferir o valor desse *plus* em todas as sociedades, variando de acordo com diversos fatores, estruturais e conjunturais, que interferem no valor que o controle assume para os distintos adquirentes”.

Esse cenário fica particularmente interessante ao se verificar, segundo pesquisa realizada por Dyck e Zingales [2004], que esse controle vale mais nos locais onde existe menor proteção aos investidores ou padrões inferiores de governança corporativa. Assim, chamam a atenção os dados da realidade brasileira do final do século passado.

“Based on 393 control transactions between 1990 and 2000 we find that on average corporate control is worth 14 percent of the equity value of a firm, ranging from -4 percent to a +65 percent in Brazil” [Dyck e Zingales, 2004:538].

Note-se, da amostragem analisada por Dyck e Zingales [2004], que o Brasil é o País em que existem maiores benefícios particulares associados ao poder de controle. Esse dado foi reproduzido em diversos estudos brasileiros, e até hoje é um paradigma quando se discute os BPCs no Brasil e no mundo. Todavia, o referido estudo analisou operações que ocorreram entre 1990 e 2000. Desde então foram realizadas diversas alterações na legislação societária e na autorregulação do mercado de capitais, de modo a ampliar a proteção dos investidores.

Para exemplificar essa mudança de cenário, podem ser destacadas algumas

1. A expressão “benefícios particulares do controle” é a tradução de *private benefits of control*. Nesse sentido, pode-se também encontrar a tradução “benefícios privados do controle”.

alterações normativas. Houve a criação, no ano de 2000, de segmentos, como o Novo Mercado, que funcionariam em paralelo ao mercado de negociação e à regulação já existentes, mas que exigiam níveis superiores de governança corporativa em comparação àqueles exigidos por lei, e, assim, garantiriam maior proteção aos acionistas minoritários, não permitindo, por exemplo, a negociação de ações preferenciais, uma vez que elas tradicionalmente não possuem o direito de voto. Em 2001 foi editada a Lei 10.303,<sup>2</sup> que alterou a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S/A), Lei 6.404/1976. Dentre as mudanças pode-se frisar a redução na proporção de ações preferenciais, uma vez que para as novas companhias as ações sem direito a voto poderiam representar apenas 50% do capital total, e não mais 2/3. Além disso, essa alteração legislativa incluiu a oferta pública de aquisição de ações nos casos de aquisição do poder de controle, exigindo o pagamento pelo novo adquirente de 80% do valor pago às ações integrantes do bloco de controle. Depois disso, em 2002 foi editada a Instrução CVM-358, que exige da companhia maior divulgação de informações. Em 2007 foi editada a Lei 11.638/2007,<sup>3</sup> que alterou a Lei das Sociedades por Ações para impor às companhias a utilização de princípios internacionais de Contabilidade na elaboração e na divulgação de demonstrações financeiras. Pode-se também destacar a Instrução CVM-480/2009, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação com padrões mais rígidos do que os presentes no Novo Mercado.

Desse modo, pode-se notar a relevância de um estudo atual como forma de se aferir

2. Brasil, *Lei n. 10.303, de 31 de Outubro de 2001*, disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm) (acesso em 2.12.2015).

3. Brasil, *Lei n. 11.638, de 28 de Dezembro de 2007*, disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm) (acesso em 15.11.2015).

a efetividade da regulação brasileira atual quanto à proteção dos acionistas minoritários. Feita essa análise, devem ser interpretados os dados, a fim de entender quais fatores explicam os resultados encontrados.

Com o intuito de atualizar o estudo de Dyck e Zingales [2004], o presente trabalho tem como objetivo identificar os BPCs em companhias abertas brasileiras nos últimos 10 anos.

A hipótese do trabalho é de que as mudanças na legislação societária e na autorregulação do mercado de capitais contribuíram para uma maior proteção dos investidores. Com essa alteração pressupõe-se que diminuíram os BPCs. Para sustentar essa posição foi realizado um estudo empírico para se obter uma aproximação dos BPCs de companhias abertas entre os anos de 2005 e 2014. Além disso, serão analisados os argumentos aduzidos por Dyck e Zingales [2004], Gilson, Hansmann e Pargendler [2011], La Porta *et. al.* [1998 e 2000], Comparato [1983] entre outros, de modo a identificar a transição histórica que traduz essa mudança de cenário.

O trabalho, em primeiro lugar, irá analisar a transição pela qual passou o Brasil no que diz respeito às normas que interferiram nos BPCs. Assim, serão traçadas as mudanças na legislação societária e na autorregulação do mercado de capitais que foram responsáveis por criar um cenário de maior proteção aos investidores. Em segundo lugar, será apresentado o estudo empírico realizado para estimar os BPCs no Brasil nos últimos 10 anos. Por fim, na “Conclusão”, dar-se-á a retomada dos argumentos que apontam que houve um desenvolvimento nas normas de proteção aos acionistas minoritários, mas que mesmo com esse patamar superior de proteção ainda existem expressivos BPCs, o que indica que ainda há um grande obstáculo a ser superado no que tange à qualidade da regulação e ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

### ***1. A evolução normativa em torno dos BPCs***

Os controladores das companhias brasileiras valiam-se de sistema que protegia pouco os acionistas minoritários para conseguirem auferir benefícios associados ao seu poder de controle. Nesse sentido, a estimativa dos BPCs permite, de forma aproximada, medir a eficiência da proteção aos investidores. Dada a relevância dessa relação entre proteção dos acionistas minoritários e BPC, Dyck e são pouco protegidos. Zingales [2004] são muito citados como forma de demonstrar que os acionistas minoritários

Para entender, desse modo, a mudança nos valores dos BPC de um período para o outro é imprescindível identificar quais as transformações no cenário brasileiro que ocorreram nesse mesmo espaço de tempo. Assim, faz-se necessária uma breve retomada histórica.

Segundo estudo do MB Associados [2000:5], no início de sua existência, aproximadamente até a metade do século XX, o mercado de capitais no Brasil era pouco desenvolvido.<sup>4</sup> Além disso, por possuir uma economia predominantemente fechada, na maior parte dos casos não eram essenciais volumosos investimentos para suprir as necessidades das empresas.

Por conta da falta de desenvolvimento do mercado de capitais e da estrutura macroeconômica do País, esse setor da economia não representava uma alternativa efetiva de financiamento para as companhias. As firmas acabavam contando apenas com a retenção dos seus lucros ou empréstimos de bancos, e nos casos em que era necessário aporte de maior monte o Governo poderia financiar o projeto. Logo, as empresas privadas que necessitavam de financiamento para seu de-

4. Sobre o tema, Rajan e Zingales [2003] fazem um estudo no qual concluem que os Países, inclusive o Brasil, eram mais desenvolvidos financeiramente em 1913 do que em 1980, passando a marca de 1913 apenas ao redor dos anos 2003.

envolvimento acabavam possuindo poucas opções, sendo vítimas, muitas vezes, das altas taxas de juros dos empréstimos bancários, o que limitava a capacidade de crescimento empresarial.

A partir da metade do século XX, segundo Gilson, Hansmann e Pargendler [2011:483-484], foi identificada na falta de proteção adequada dos investidores minoritários uma das barreiras ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.<sup>5</sup> O Governo Militar, então, decidiu oferecer incentivos fiscais para companhias negociadas na Bolsa de Valores e seus investidores, mas não trouxe, concomitantemente, uma melhoria nos direitos dos acionistas. A expectativa dos que propuseram essa mudança era de que o desenvolvimento dos direitos dos acionistas não precisaria vir antes do desenvolvimento do mercado de capitais, mas poderia suceder essa transformação.

Essa esperança foi, todavia, frustrada. A expansão do mercado de capitais pelos incentivos tributários não auxiliou a criação de leis de proteção aos acionistas. Muito pelo contrário, ela acabou por formar barreiras à transformação. Isso porque, com os incentivos de mercado, os controladores das companhias eram contrários a qualquer reforma que ampliasse a proteção dos acionistas minoritários, uma vez que isso significaria o compartilhamento ou a perda do poder que exerciam. Assim, formou-se um desenho acionário nas companhias, nas quais os investidores acabavam adquirindo, em sua maioria, ações preferenciais, que, em regra, não possuem direito a voto, e apenas uma parcela pequena de ações ordinárias.<sup>6</sup>

5. Nesse sentido, La Porta *et al.* [1998:35] demonstram que a maior proteção jurídica dos investidores está diretamente associada a um mercado de capitais mais bem desenvolvido.

6. Essa forma de organização da sociedade está diretamente ligada à estrutura das companhias no Brasil. Segundo Gorga [2013:24], as companhias abertas são tradicionalmente familiares. Nesse sentido, o acionista controlador, o grupo familiar, evita



Nesse sentido, segundo Gorga [2013:25], os incentivos fiscais acabaram corroborando para um modelo no qual foram distribuídas ações preferenciais não votantes em larga escala, o que posicionou o Brasil como o País em que mais havia companhias com essa estrutura acionária.

Por mais que o desenvolvimento do mercado de capitais continuasse na agenda do Governo, segundo Gilson, Hansmann e Pargendler [2011:484], as reformas que ocorreram foram ineficientes. A própria Lei das Sociedades por Ações, que foi editada, dentre outros motivos, para fortalecer o mercado de capitais, pela definição de normas claras para os acionistas minoritários, possuiu uma modesta contribuição na proteção dessa classe de acionistas. A título de ilustração, a Lei das Sociedades por Ações, no mesmo sentido da expectativa dos controladores, aumentou o limite previsto de emissão de ações preferencias sem direito de voto da legislação anterior<sup>7</sup> de metade para 2/3 do capital.<sup>8</sup> Desse modo, o acionista controlador poderia captar investimentos sem que isso acarretasse mudanças no controle da companhia.

Segundo Modesto Carvalhosa [1977: 129-130], o entendimento era o de que a equidade entre os acionistas deveria ser tratada de forma prioritária no Anteprojeto da Lei 6.404/1976. Sua avaliação estava pautada, principalmente, na justificação da reforma da Lei das Sociedades por Ações (Exposição de Motivos CDE-14, de 25.6.1974) e no II PND. Contudo, essa proposta inicial não foi só esquecida, como também contrariada. Alguns exemplos são: o aumento do número de

emitir ações ordinárias em oferta pública, pois ele aceita agregar valor à companhia desde que isso não implique perda de seu poder de controle.

7. O Decreto-lei 2.627/1940 estabelecia um limite de emissão de 50% de ações preferenciais sem direito de voto.

8. Em 2001 foi editada a Lei 10.303, que alterou a Lei das Sociedades por Ações, reduzindo o limite, novamente, para 50%.

ações preferencias que poderiam ser emitidas e a restrição do escopo do *tag along*.<sup>9</sup>

Essa mudança na regra de *tag along* acabou expondo falhas na proteção do acionista minoritário. Segundo Santana, Ararat, Alexandru e Yurtoglu [2008:9-10], para facilitar a privatização das empresas, a Lei das Sociedades por Ações, alterada pela Lei 9.457/1997, que revogou o art. 254 da Lei das S/A,<sup>10</sup> criava uma situação na qual os acionistas minoritários não tinham oportunidade de sair da companhia, pois não eram protegidos por uma compulsória oferta pública de aquisição de suas ações. Desse modo, os prêmios pagos pelo controle da companhia eram extremamente elevados, enquanto ao restante dos acionistas restava vender suas ações por preços baixos no mercado.<sup>11</sup> Em mais um episódio, o Governo atuou para reduzir o direito dos acionistas minoritários.

9. *Tag along*, de modo geral, é um mecanismo, previsto no art. 254-A da Lei 6.404/1976, de proteção aos acionistas minoritários, pois dá a eles a garantia de que poderão vender suas ações ao comprador do controle junto com o vendedor.

10. O art. 254 da Lei das S/A, que foi revogado pela Lei 9.457/1997, previa o direito do acionista minoritário de vender suas ações pelo mesmo preço pago às ações do controlador:

“Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários. [Revogado pela Lei 9.457/1997]

“§ 1º. A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações” [revogado pela Lei 9.457/1997] (Brasil, Lei n. 6.404, de 15 de Dezembro de 1976, disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm), acesso em 20.9.2015).

11. Nesse sentido, Gorga [2013:27] explica que: “O Governo optou por leiloar blocos de ações do controle, o que possibilitou que recebesse preços superiores pela venda do controle (e, logicamente, os benefícios privados do controle) na tentativa de levantar o máximo de recursos para a redução da dívida pública, ao invés de realizar ofertas públicas, vendendo o controle das ações no mercado”.

O cenário para o mercado de capitais, na virada para o século XXI, não era otimista, segundo Gilson, Hansmann e Pargendler [2011:485]. Entre os anos de 1995 e 2000 apenas oito companhias realizaram sua oferta pública inicial de ações (*IPO*) na Bolsa de Valores.<sup>12</sup> Justamente neste contexto que foi realizado o estudo de Dyck e Zingales [2004].

Depois do estudo do MB Associados [2000] identificou-se a inércia tanto da Bolsa de Valores como dos legisladores como ameaças para a sobrevivência do mercado de capitais brasileiro. Para reverter esse quadro, segundo Gilson, Hansmann e Pargendler [2011:486], foi desenhado pelo setor privado um sistema regulatório no qual se resolvia a questão da proteção dos investidores, contornando as barreiras de uma reforma legal e criando uma competição dentro do mercado de capitais. Assim, em 2000 foram lançados o Novo Mercado, o Nível 1 e o Nível 2. Cada um desses segmentos especiais, de participação voluntária, possui regras mais rígidas de governança corporativa e maior proteção dos acionistas minoritários. Assim, as companhias que desejam migrar para qualquer um desses segmentos devem se adequar à sua autorregulação. A essa estratégia foi dado o nome, por Gilson, Hansmann e Pargendler [2011], de “dualismo regulatório”.

Essa tentativa de atrair mais companhias para o mercado de capitais e resgatar a confiança dos investidores foi apontada como importante por Ribeiro Neto [2002], na busca por impulsionar o desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse sentido, o número de companhias listadas nos mercados especiais e seus volumes de negociações indicam a importância do Novo Mercado, do Nível 1 e do Nível 2, para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

12. *Initial Public Offering*, ou Oferta Pública Inicial. Ela representa o momento no qual a companhia vende ao público em geral suas ações pela primeira vez.

“Ao final de junho de 2006, já existiam 31 companhias listadas no Novo Mercado, 13 no Nível 2 e 34 no Nível 1, representando 52,99% da capitalização de mercado e 53,85% do volume negociado na BOVESPA” [Santana, 2008:17].

## 2. *Estudo empírico: determinando a atual magnitude dos BPCs no Brasil*

Fábio Konder Comparato, em sua obra clássica *O Poder de Controle na Sociedade Anônima* [1983], já apontava para a existência de um sobrevalor atrelado ao poder de controle. Essa ideia ainda era nova no mundo jurídico, uma vez que, segundo o autor, o próprio conceito de poder de controle era trabalhado com “resistência e incompreensão” [Comparato, 1981:209]. Mesmo percebendo esse valor ligado ao poder de controle, o jurista não conseguiu quantificá-lo.

“Como escrevi alhures, ‘é fato de observação corriqueira que o preço unitário da venda de 51% das ações votantes de uma companhia é sempre superior ao da cessão de 49% dessas ações. Neste, leva-se em consideração, essencialmente, o valor de mercado das ações, a sua cotação bolsística e, secundariamente, o seu valor contábil; em suma, estima-se o valor dos títulos, considerados em si mesmos. Na primeira hipótese, ao contrário, o valor de Bolsa das ações nem chega a ser considerado no negócio. A fixação do preço é feita em função do valor real do patrimônio da sociedade emitente, do setor em que se desenvolve a atividade empresarial; ou seja, avalia-se a empresa com um *going concern*, como dizem os norte-americanos, e não, simplesmente, o valor de liquidação do patrimônio social” [Comparato, 1981:211].

Além disso, Comparato também identifica que os benefícios particulares associados ao poder de controle não são distribuídos equitativamente entre os acionistas, mas são detidos exclusivamente pelo controlador.

Desse modo, os acionistas minoritários encontram-se em posição desfavorecida.

“Aliás, na discussão a respeito da ‘igualdade de oportunidades’ de todos os acionistas por ocasião da alienação de controle de companhias, ninguém contesta que o poder de controle – e, por conseguinte, o bloco acionário de controle – tenha um valor próprio no mercado. O que se pretende, apenas – com boa dose de irrealismo –, é que esse sobrevalor de comando seja partilhado entre todos os acionistas, ainda que meros especuladores bolsísticos ou capitalistas rendeiros” [Comparato, 1981:212].

Note-se que as discussões sobre os BPCs permeiam o ordenamento jurídico desde o século passado. Esse é um tema juridicamente relevante, tendo em vista a necessidade de compreensão da efetividade dos mecanismos criados pelos juristas para proteção dos investidores. Nesse sentido, foi publicado um trabalho por Dyck e Zingales no qual houve um avanço no estudo dos BPCs, pois eles conseguiram analisar empiricamente esses valores. Nesse estudo, além de ter sido estimado um valor para os BPCs, foi também constatado que os benefícios associados ao poder de controle eram maiores em locais com menor proteção dos investidores. Contudo, o trabalho tinha como objeto um Brasil com pouca proteção aos investidores, sendo que esse cenário, como já descrito, foi alterado significativamente depois dos anos 2000.

### 2.1 O estudo de Dyck e Zingales

Alexandre Dyck e Luigi Zingales em 2004 publicaram o trabalho “Private benefits of control: an international comparison”. Em seu estudo eles realizaram uma pesquisa empírica na qual estimaram os benefícios particulares do controle em 39 Países utilizando a venda de 393 blocos de controle, e identificaram valores que variaram de -4% até 65%.

Dyck e Zingales encontraram resultados compatíveis com as previsões teóricas. Eles esperavam que maiores BPCs estariam associados aos mercados de capitais menos desenvolvidos, às estruturas de propriedade acionária mais concentradas no controlador e a mais negociações privadas.<sup>13</sup> Segundo os autores do trabalho, depois de realizada a pesquisa empírica esses fatores foram comprovados.

Ainda foram analisados quais institutos estariam mais relacionados às mudanças de BPC. Os autores concluíram que existiam tanto mecanismos legais como extralegais,<sup>14</sup> dos quais eles destacam a pressão da mídia e o *enforcement* fiscal.

De todas as informações analisadas, será dada, para fins deste trabalho, maior atenção à pesquisa empírica realizada por Dyck e Zingales. Mesmo com as dificuldades em quantificar os BPCs, os autores conseguiram, adaptando o método de Barclay e Holderness [1989], inferir resultados aproximados dos respectivos valores.

A pesquisa de Dyck e Zingales é relevante para a realidade brasileira, dentre muitos motivos, pois o maior valor registrado de BPC foi no Brasil, sendo reproduzido em muitos estudos para corroborar o diagnóstico quanto às deficiências do sistema jurídico brasileiro em relação à proteção dos acionistas minoritários, e até hoje é um paradigma quando se discutem os BPCs no Brasil e no mundo. Contudo, a pesquisa utilizou dados

13. O Estado, ao privatizar as companhias, pode optar por negociações privadas ou vender ao público através do mercado de capitais. Nesse sentido, em locais com maiores BPCs o Estado opta pelas negociações privadas, de modo que a venda do controle da companhia é negociada diretamente com o interessado em adquirir o poder de controle. Desse modo, o Estado maximiza seus ganhos em comparação à possibilidade de vender o controle da companhia estatal em oferta ao mercado.

14. Outros mecanismos extralegais mencionados pelos autores são: competição, pressões trabalhistas, normas morais e pressões da opinião pública.

de companhias entre os anos de 1990 e 2000, e desde então, como relatado, tanto alterações na legislação societária como na autorregulação do mercado de capitais ampliaram a proteção dos investidores.

Em meio a essas mudanças, há de se notar a relevância de um novo estudo para mapear empiricamente a realidade brasileira no que se refere aos BPCs pós 2005. Feitas essa análise e a interpretação dos dados, será possível compreender quais fatores da realidade brasileira conseguem explicar os resultados alcançados.

## 2.2 Metodologia

Para avaliar o impacto dessas mudanças no direito dos investidores, foi realizado um estudo empírico com o intuito de analisar as aquisições de poder de controle de empresas entre os anos de 2005 e 2014. A pesquisa poderia tanto recorrer à metodologia utilizada por Nenova [2000] como por Dyck e Zingales [2004].

O método adotado por Nenova não foi utilizado no presente trabalho. Ele é baseado no preço das diferentes classes de ações. Esse modelo possui como ponto positivo a possibilidade de englobar um número maior de companhias em Países, como o Brasil, que possuem muitas companhias com duas classes de ações. Contudo, ele apresenta como um dos pontos negativos a impossibilidade de analisar as companhias listadas no Novo Mercado, pois essas possuem apenas ações ordinárias. Outra dificuldade do modelo reside na necessidade de elaborar um modelo econômico que estabeleça previsões sobre fatos futuros e elimine muitas variáveis para que elas não influenciem o resultado. Desse modo, esse método faz com que o pesquisador precise prever como será o desempenho das companhias utilizando técnicas econômicas.

A pesquisa empírica, portanto, foi baseada na metodologia de Dyck e Zingales

[2004]. Quando um bloco de controle é adquirido, deve-se atentar para a diferença entre o preço por ação pago pelo adquirente e o preço da ação cotada no mercado dois dias depois do anúncio da venda, de modo que o mercado tenha incorporado a identidade do novo adquirente e que essa seja refletida no valor da ação. Essa diferença, chamada de *prêmio de controle*, representa uma estimativa dos BPCs.

Esse método permite apenas uma aproximação do real valor. Primeiramente porque os benefícios psíquicos podem não estar representados no preço da compra, uma vez que benefícios particulares do controle não monetários são menos prováveis de passar para o próximo controlador. Em segundo lugar, qualquer imperfeição na competição no mercado para adquirir o poder de controle pode interferir nos valores.

O estudo consiste em uma análise das companhias abertas. Para além disso, alguns pontos ainda devem ser observados. Em primeiro lugar, deve-se analisar o preço por ação pago pelo adquirente do bloco de controle e a porcentagem de ações adquiridas. Essa informação está disponível no edital de oferta pública de cada empresa, divulgado no *site* da Comissão de Valores Mobiliários/CVM.<sup>15</sup> Outro fator a ser observado é a cotação da ação depois que o mercado incorporou a identidade do novo adquirente. Para identificar as cotações foi utilizada a base de dados histórica da BM&FBovespa.<sup>16</sup> Já, para determinar a data na qual foi divulgado ao mercado o novo adquirente foi utilizado o fato relevante no qual a empresa revela a operação de aquisição de seu controle, uma vez que a Instrução CVM-358 torna essa divulgação obrigatória.

15. Disponível em <http://sistemas.cvm.gov.br/?opa> (acesso em 10.6.2015).

16. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?idioma=pt-br&url=http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/cotacoes-historicas/FormSeriesHistoricas.asp> (acesso em 20.8.2015).

Apenas as transações com determinadas características devem ser analisadas. As aquisições devem ser de blocos superiores ou iguais a 10% de ações ordinárias e foram excluídas as operações nas quais foram realizadas aquisições através de ofertas públicas voluntárias ou compras de ações no mercado.

Devido a limitações do presente trabalho, algumas características do estudo de Dyck e Zingales [2004] não foram utilizadas. Em primeiro lugar, os autores desenvolveram algumas equações para lidar com influências do mercado no preço das ações. Como não foram elaboradas fórmulas para excluir essas influências, elas ficaram refletidas nos resultados encontrados. Em segundo lugar, Dyck e Zingales excluíram as transações nas quais existe uma ligação entre o preço pago pelo bloco de controle e o preço das ações no mercado de valores mobiliários, de modo a eliminar a influência que a expectativa de uma oferta pública de aquisição de ação pode causar no valor das ações dos acionistas minoritários. Os autores conseguiram realizar o estudo com as ações ordinárias de companhias brasileiras, já que na época analisada, em virtude da reforma da Lei das Sociedades por Ações, em 1997, não havia uma exigência legal de *tag along* quando ocorria a aquisição de um bloco de controle. Todavia, esse contexto mudou, uma vez que a Lei das Sociedades por Ações incorporou, em seu art. 254-A,<sup>17</sup> o direito de *tag along* no montante de 80% do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle. Dessa maneira, se fosse utilizado

17. Lei 6.404/1976: “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle” (incluído pela Lei 10.303/2001) (Brasil, Lei n. 6.404, de 15 de Dezembro de 1976).

o mesmo método anteriormente empregado não seria possível realizar a pesquisa, justamente pela inclusão do dispositivo legal que prevê o direito de *tag along*, que implica uma necessária ligação entre o preço pago por ação integrante do bloco de controle e o preço das ações ordinárias no mercado de valores mobiliários.

Assim, para não inviabilizar uma atualização dos valores encontrados por Dyck e Zingales, foram utilizadas como parâmetro as ações preferenciais. Essas, pelo menos na teoria, deveriam ser tratadas de modo semelhante às ações ordinárias. Ao passo que a ação ordinária garante o voto, a preferencial está associada a alguma das vantagens elencadas no art. 17 da Lei das S/A.<sup>18</sup> Logo, para

18. Lei 6.404/1976:

“Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: I – em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; II – em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou III – na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.

“§ 1º. Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens: I – direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério: a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea ‘a’; ou II – direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou III – direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

“§ 2º. Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que

todos os investidores que pretendem auferir retorno financeiro ao investir no mercado de capitais, participar do dia a dia da companhia não é algo necessariamente atrativo. Para esses, então, as ações preferenciais deveriam ser mais benéficas. Desse modo, tendo em vista que em um mundo sem BPC o valor das ações preferenciais deveria ser, em regra, igual ou maior que o das ordinárias. Além disso, não estando sujeitas ao *tag along*, as ações preferenciais podem ser utilizadas no presente estudo para estimar os BPCs.

Exposto o parâmetro metodológico, há de se analisar quais companhias abertas podem ser utilizadas como base para o cálculo dos BPCs. Em primeiro lugar, foram observadas todas as aquisições de bloco de controle das companhias que ocorreram entre 2005 e 2014. Como o art. 254-A da Lei das

sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo.

“§ 3º. Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada.

“§ 4º. Salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo.

“§ 5º. Salvo no caso de ações com dividendo fixo, o estatuto não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros (art. 169).

“§ 6º. O estatuto pode conferir às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1º do art. 182.

“§ 7º. Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar” (BRASIL, *Lei n. 6.404, de 15 de Dezembro de 1976*).

S/A prevê a necessidade de oferta pública no caso de alienação direta ou indireta do controle da companhia, todas precisam registrar tal operação junto à CVM. Desse modo, acessando esse banco de dados<sup>19</sup> foi possível elencar todas as operações. Ao todo foram registradas 57 aquisições de bloco de controle (Tabela 2). Em segundo lugar, foram selecionadas apenas as companhias que realizaram o leilão obrigatório para adquirir as ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia. Esse critério foi utilizado para garantir que as empresas selecionadas possuiriam todos os dados necessários para análise. Assim, foram selecionadas 45 companhias (Tabela 3). Em terceiro lugar, foram excluídas as companhias que não registraram qualquer operação resultante da oferta pública obrigatória junto à CVM. Com isso, foi possível selecionar apenas as 35 companhias que realmente tiveram alienação do poder de controle (Tabela 4). Em quarto lugar, foram excluídas, ainda, as companhias que informaram ao mercado a alienação do poder de controle, através de fato relevante, antes de 2005. Assim, foram selecionadas 32 companhias (Tabela 5). Em quinto lugar, foram excluídas as companhias que realizaram oferta pública de aquisição voluntária de ações preferenciais. Desse modo, garantiu-se que não haveria influência da oferta no preço da ação. Logo, foram selecionadas 23 companhias (Tabela 6). Depois, foram excluídas as companhias em que não estavam disponíveis os dados necessários, tais como a data do fato relevante, a porcentagem de controle adquirida e o preço por ação pago pelo adquirente. Assim, foram analisadas 10 companhias (Tabela 7). Desse total, 4 companhias estavam listadas no Novo Mercado quando ocorreu a aquisição do poder de controle e, por conta disso, não possuem ações preferenciais. Portanto, foram utilizadas 6 companhias para estimar

19. Disponível em <http://sistemas.cvm.gov.br/?opa>, acesso em 10.6.2015.

os BPCs<sup>20</sup> e sobre as outras 4 foi realizada uma análise qualitativa.

### 2.3 Descobertas

Ao mapear os dados foi possível estimar os BPCs das companhias entre 2005 e 2014. Para tanto, foi preciso identificar o dia do primeiro fato relevante noticiando ao mercado a alienação do poder de controle, a cotação das ações preferenciais e ordinárias dois dias depois dessa notícia, o valor pago pelo adquirente pelas ações com direito a voto integrantes do bloco de controle e a porcentagem de ações com direito a voto adquiridas.

A companhia Magnesita S/A será utilizada para ilustrar o processo necessário para estimar os BPCs. Em 12.8.2007 foi divulgada a alienação do poder de controle da companhia por meio de fato relevante. Foi adquirido um bloco de ações ordinárias representantes de 70,7% do capital votante da companhia. Cada ação foi adquirida por R\$ 77,00. Dois dias depois do anúncio as ações preferenciais da companhia valiam no mercado R\$ 38,00. Assim, o prêmio de controle por ação pelo bloco de controle era de 102,63%. Contudo, uma mensuração mais adequada dos BPCs equivale ao prêmio de controle em relação à porcentagem da participação adquirida. Sendo assim, como foram adquiridos 70,7%, chega-se a uma estimativa de BPC equivalente a 72,56%.<sup>21</sup>

20. Estas são companhias listadas no segmento tradicional, sem *tag along* estatutário, com ações ordinárias e preferenciais.

21. A forma de realizar o cálculo foi extraída do estudo de Dyck e Zingales [2004]. Segue o trecho no qual os autores exemplificam o procedimento para calcular os BPCs: “An example motivates our sample selection strategy and definition of our dependent variable. In January 1999 Ofer Brothers Investment Ltd., an investment vehicle for Sami and Yuli Ofer of Israel, bought 53 percent of the shares and control of Israel Corporation Ltd. from the Eisenberg family. The price per share for the control block was reported to be 508 shekels per share while the exchange price

Com esse mesmo método foi possível chegar à aproximação dos valores dos BPCs das outras companhias analisadas. O maior valor encontrado foi de 511,21% e o valor médio é de 191,50%. A tabela 1 indica os valores analisados.

Uma primeira justificativa para BPCs tão expressivos está na diferença atribuída aos valores das ações preferenciais e ordinárias. Enquanto deveria existir uma convergência entre ambas, na prática observa-se grande disparidade. Comparando, por exemplo, o valor das ações ordinárias com as ações preferenciais dois dias depois de anunciada a aquisição do poder de controle, verifica-se que as ordinárias valem em média 169,17% a mais do que as preferenciais. Uma das justificativas para essa disparidade é a diferença de liquidez entre as duas classes de ações. Todavia, esse fator não justifica o valor encontrado. Uma segunda explicação refere-se exatamente aos benefícios associados ao poder de controle e à proteção dos investidores.<sup>22</sup> Em um lugar ideal, com proteção perfeita dos investidores, aqueles que utilizam o mercado de capitais para investir estão preocupados com seu retorno. Apenas uma minoria iria procurar participar da administração da companhia. Assim, ações que permitem, por exemplo, prioridade na

after announcement of the transfer was 363 shekels per share. The price premium paid per share for the controlling block over the postannouncement price in this case is 40 percent. A better measure of the value of the private benefits of control is the total premium paid divided by the equity value of the firm. In this example, the Ofer Brothers paid a 40 percent premium relative to the postannouncement price for 53 percent of the firms' equity, which produces an estimate of private benefits as a percentage of equity of 21 percent. This example turns out to be fairly typical of Israeli deals where we calculate a mean private benefit as a percentage of equity of 27 percent and a median value of 21 percent” [Dyck e Zingales, 2004:544].

22. Gilson e Schwartz [2015] sugerem que os BPCs possuem a importante função de incentivar o monitoramento da companhia.

distribuição de dividendos e/ou prioridade no reembolso do capital, como ocorre com as ações preferenciais, deveriam ser mais valorizadas pelos investidores. Desse modo, quando o mercado está disposto a pagar 169,17% a mais por uma ação com direito a voto do que por uma ação preferencial, deve-se atentar para a grande valorização da vantagem das ações ordinárias, qual seja, seu direito ao voto.

Percebe-se, portanto, a valorização das ações com direito a voto frente àquelas com uma prioridade no retorno financeiro. Quando calculado os BPCs, constata-se que o adquirente do bloco de controle está disposto a pagar por ação ordinária 191,50% a mais do que por ações preferenciais. Observa-se, assim, que os investidores não estão em uma posição de segurança.

Uma outra análise foi realizada para averiguar o impacto do novo adquirente.

Para tanto foi comparada a cotação da ação preferencial antes da divulgação da aquisição do poder de controle com a cotação dois dias após sua comunicação. A hipótese era de que a ação sofreria uma valorização, uma vez que o novo adquirente possuiria melhor plano para a companhia. Verificou-se, todavia, que não há um padrão nessa comparação, com casos em que existe uma valorização, chegando a valores até 5,17% superiores, e outros com uma desvalorização, chegando a um valor até 22,22% inferior.

Analisou-se também o impacto do *tag along* obrigatório nos casos de alienação do poder de controle. Em todos os casos o valor da ação, depois do anúncio da venda do poder de controle, convergia para a quantia que o novo adquirente era obrigado a pagar por ação (Gráficos 1 a 6).

Além disso, foi possível examinar se o *tag along* imposto pela lei funciona como

**TABELA 1**  
**BPC das companhias brasileiras**

Empresa	Data – primeiro fato relevante	Valor Pago pelo controlador ON	% de ações votantes adquiridas	Cotação 2 dias depois – Preferencial	BPC
Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A	20.9.2007	R\$ 140,08	69,2%	R\$ 42,20	160,50%
Refinaria Pet. Ipiranga S/A	20.9.2007	R\$ 132,85	66,2%	R\$ 50,00	109,69%
Magnesita S/A	12.8.2007	R\$ 77,00	70,7%	R\$ 38,00	72,56%
Telemig Celular Participações S/A	3.4.2008	R\$ 151,17	53,90%	R\$ 54,15	96,57%
Brasil Telecom Participações S/A (N1)	8.1.2009	R\$ 77,04	60,5%	R\$ 18,00	198,44%
Aracruz Celulose S/A (N1)	20.1.2009	R\$ 21,25	56,06%	R\$ 2,10	511,21%



real mecanismo de proteção dos investidores. Apenas observando os Gráficos de 1 a 6 percebe-se que em cinco deles (Gráficos 1 a 5) a melhor alternativa para o acionista minoritário é a venda de suas ações através da oferta pública. Há de se notar que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle até a data do leilão, na qual o novo adquirente é obrigado a pagar aos acionistas 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Depois dessa data os preços caem por um curto período e depois deixam de ser negociadas. A única exceção é Magnesita S/A (Gráfico 6). Nesse caso, após o leilão o valor de suas ações sobe. Para aprofundar esse entendimento faz-se necessária uma análise da história das seis companhias.

As companhias Aracruz Celulose S/A, Brasil Telecom Participações S/A, Distribuidora de Produtos Ipiranga S/A, Refinaria de Petróleo Ipiranga S/A e Telemig Celular Participações S/A tiveram uma queda no valor de suas ações ordinárias depois do leilão proposto pela nova adquirente (Gráficos 1 a 5).

Pode-se constatar que em todos os casos a companhia deixou de ter suas ações negociadas na Bolsa. A Aracruz Celulose S/A foi incorporada pela Votorantim Celulose e Papel S/A, dando origem à Fibria Celulose S/A. Nesse processo a Aracruz teve suas ações incorporadas pela Fibria. A Brasil Telecom Participações S/A foi adquirida pela Telemar Participações S/A. Nesse processo as ações da Brasil Telecom S/A foram incorporadas pela Oi S/A. A Distribuidora e a Refinaria Ipiranga foram adquiridas pelo Grupo Ultra, o qual incorporou as ações do Grupo Ipiranga. Por fim, a Telemig Celular Participações S/A foi incorporada pela Vivo Participações S/A, com a consequente extinção da Telemig. Assim, pode-se observar que nos casos analisados a adquirente acabou tirando as ações da adquirida de negociação no mercado. Nesses casos, portanto, a exigência legal do *tag along*, art. 254-A da Lei das S/A,

acabou protegendo os investidores, pois foi realizada uma oferta pública de aquisição de ações antes que elas tivessem seus valores substancialmente reduzidos.

Para avaliar se a incorporação de uma companhia pela outra foi realmente prejudicial para os acionistas minoritários não basta averiguar que existiu uma queda no valor das ações depois de ocorrido o leilão da OPA. Desse modo, é preciso também identificar qual a relação de troca para aqueles acionistas minoritários que não venderam suas ações até que as ações da companhia adquirida deixassem de ser negociadas. Nesse sentido foi editado o Parecer de Orientação CVM-35/2008. Ele prevê deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão e incorporação, afirmando que esses devem assegurar a fixação de uma relação de troca equitativa.

Faz-se necessário, portanto, avaliar essa relação de troca nos casos analisados. No caso da Aracruz Celulose S/A foram criados Comitês Especiais com o intuito de negociar o melhor valor para os acionistas minoritários, como previsto no Parecer de Orientação CVM-35. Todavia, mesmo com esse mecanismo houve críticas à estratégia adotada, pois o Comitê supostamente teria apenas ratificado a proposta previamente anunciada pelo controlador. O processo de incorporação continuou com interferências da CVM, fazendo com que a Votorantim Celulose e a Aracruz aceitassem a recomendação da autarquia para permitir o andamento da união entre as companhias. Na aquisição da Distribuidora e Refinaria Ipiranga percebe-se que a relação de troca não foi benéfica para seus acionistas minoritários. Os minoritários que possuíam ações preferenciais ou os que possuíam ações ordinárias e não venderam suas ações na oferta pública receberam a mesma quantidade de ações do Grupo Ultra. Houve críticas a essa troca, por considerarem que a Ultrapar ficou superavaliada e as empresas do Grupo Ipiranga subavaliadas, uma vez que os preços não correspondiam ao que vinha sendo praticado no mercado. Pode-se ainda

apontar que o processo de incorporação da Telemig Celular Participações S/A pela Vivo Participações S/A também utilizou o Parecer de Orientação CVM-35.

Nesse cenário, a Magnesita S/A aparece como uma exceção. Suas ações também deixaram de ser negociadas na Bolsa de Valores, mas não devido à incorporação pela nova

adquirente. A RPAR, grupo que adquiriu a Magnesita, decidiu migrar a companhia para o Novo Mercado, segmento que oferece maior proteção aos investidores. Assim, mesmo depois do leilão de oferta pública, o preço de suas ações aumentou, até que a companhia deixou de negociá-las no segmento tradicional (Gráfico 6).

**GRÁFICO 1**  
Ações ordinárias da Aracruz Celulose S/A



O Gráfico 1 retrata o valor das ações ordinárias da Aracruz Celulose S/A. A primeira marca (“X”) indica o momento em que foi divulgado o fato relevante no qual é dada a notícia ao mercado da alienação do poder de controle da companhia. A segunda marca indica a data do leilão, dia no qual o novo adquirente é obrigado a comprar as ações ordinárias dos acionistas minoritários. Logo, pode-se perceber que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle (primeira marca) até a data do leilão (segunda marca). Outra constatação é a de que o preço, desde o primeiro fato relevante sobre a alienação do controle, converge para o valor que o novo adquirente é obrigado a pagar na data do leilão. Depois do leilão o preço das ações ordinárias cai, indicando que a obrigação do *tag along* protege o acionista minoritário, pois ele teve a oportunidade de vender suas ações antes que houvesse grande queda no seu valor. O gráfico vai até o último dia em que as ações ordinárias foram negociadas na Bolsa de Valores.

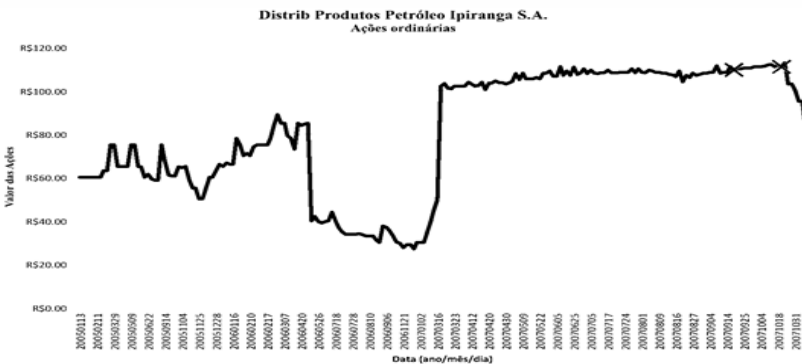
**GRÁFICO 2**  
Ações ordinárias da Brasil Telecom Participações S/A



O Gráfico 2 retrata o valor das ações ordinárias da Brasil Telecom Participações S.A. A primeira marca (“X”) indica o momento em que foi divulgado o fato relevante no qual é dada a notícia ao mercado da alienação do poder de controle da companhia. A segunda marca indica a data do leilão, dia no qual o novo adquirente

é obrigado a comprar as ações ordinárias dos acionistas minoritários. Logo, pode-se perceber que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle (primeira marca) até a data do leilão (segunda marca). Outra constatação é a de que o preço, desde o primeiro fato relevante sobre a alienação do controle, converge para o valor que o novo adquirente é obrigado a pagar na data do leilão. Depois do leilão o preço das ações ordinárias cai, indicando que a obrigação do *tag along* protege o acionista minoritário, pois ele teve a oportunidade de vender suas ações antes que houvesse grande queda no seu valor. O gráfico vai até o último dia em que as ações ordinárias foram negociadas na bolsa de valores.

**GRÁFICO 3**  
**Ações ordinárias da Distribuidora de Produtos e Petróleo Ipiranga S/A**



O Gráfico 3 retrata o valor das ações ordinárias da Distribuidora de Produtos e Petróleo Ipiranga S/A. A primeira marca ("X") indica o momento em que foi divulgado o fato relevante no qual é dada a notícia ao mercado da alienação do poder de controle da companhia. A segunda marca indica a data do leilão, dia no qual o novo adquirente é obrigado a comprar as ações ordinárias dos acionistas minoritários. Logo, pode-se perceber que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle (primeira marca) até a data do leilão (segunda marca). Outra constatação é a de que o preço, desde o primeiro fato relevante sobre a alienação do controle, converge para o valor que o novo adquirente é obrigado a pagar na data do leilão. Depois do leilão o preço das ações ordinárias cai, indicando que a obrigação do *tag along* protege o acionista minoritário, pois ele teve a oportunidade de vender suas ações antes que houvesse grande queda no seu valor. O gráfico vai até o último dia em que as ações ordinárias foram negociadas na Bolsa de Valores.

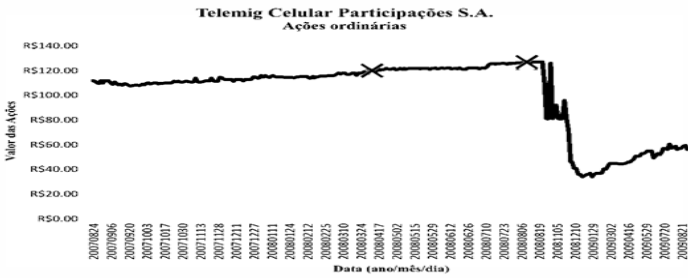
**GRÁFICO 4**  
**Ações ordinárias da Refinaria de Petróleo Ipiranga S/A**



O Gráfico 4 retrata o valor das ações ordinárias da Refinaria de Petróleo Ipiranga S/A. A primeira marca ("X") indica o momento em que foi divulgado o fato relevante no qual é dada a notícia ao mercado da alienação

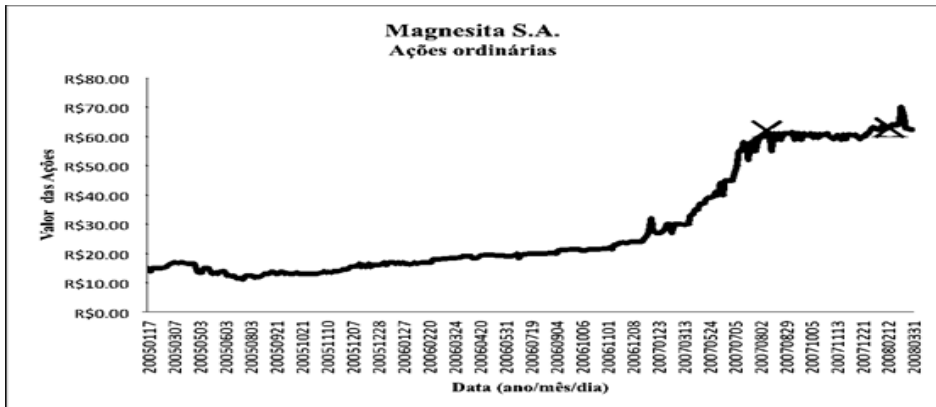
do poder de controle da companhia. A segunda marca indica a data do leilão, dia no qual o novo adquirente é obrigado a comprar as ações ordinárias dos acionistas minoritários. Logo, pode-se perceber que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle (primeira marca) até a data do leilão (segunda marca). Outra constatação é a de que o preço, desde o primeiro fato relevante sobre a alienação do controle, converge para o valor que o novo adquirente é obrigado a pagar na data do leilão. Depois do leilão o preço das ações ordinárias cai, indicando que a obrigação do *tag along* protege o acionista minoritário, pois ele teve a oportunidade de vender suas ações antes que houvesse grande queda no seu valor. O gráfico vai até o último dia em que as ações ordinárias foram negociadas na Bolsa de Valores.

**GRÁFICO 5**  
Ações ordinárias da Telemig Celular Participações S/A



O Gráfico 5 retrata o valor das ações ordinárias da Telemig Celular Participações S/A. A primeira marca (“X”) indica o momento em que foi divulgado o fato relevante no qual é dada a notícia ao mercado da alienação do poder de controle da companhia. A segunda marca indica a data do leilão, dia no qual o novo adquirente é obrigado a comprar as ações ordinárias dos acionistas minoritários. Logo, pode-se perceber que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle (primeira marca) até a data do leilão (segunda marca). Outra constatação é a de que o preço, desde o primeiro fato relevante sobre a alienação do controle, converge para o valor que o novo adquirente é obrigado a pagar na data do leilão. Depois do leilão o preço das ações ordinárias cai, indicando que a obrigação do *tag along* protege o acionista minoritário, pois ele teve a oportunidade de vender suas ações antes que houvesse grande queda no seu valor. O gráfico vai até o último dia em que as ações ordinárias foram negociadas na Bolsa de Valores.

**GRÁFICO 6**  
Ações ordinárias da Magnesita S/A



O Gráfico 6 retrata o valor das ações ordinárias da Magnesita S/A. A primeira marca (“X”) indica o momento em que foi divulgado o fato relevante no qual é dada a notícia ao mercado da alienação do poder de controle

da companhia. A segunda marca indica a data do leilão, dia no qual o novo adquirente é obrigado a comprar as ações ordinárias dos acionistas minoritários. Logo, pode-se perceber que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle (primeira marca) até a data do leilão (segunda marca). Outra constatação é a de que o preço, desde o primeiro fato relevante sobre a alienação do controle, converge para o valor que o novo adquirente é obrigado a pagar na data do leilão. Todavia, ao contrário do que ocorreu nos outros casos, depois do leilão o preço das ações ordinárias sobe. O gráfico vai até o último dia em que as ações ordinárias foram negociadas na Bolsa de Valores.

Outro ponto analisado que não estava no estudo de Dyck e Zingales [2004] refere-se ao Novo Mercado. Esse segmento diferenciado, dentre algumas de suas características, exige que os adquirentes do poder de controle paguem aos demais acionistas o mesmo valor pago às ações integrantes do bloco de controle (*tag along* de 100%). Desse modo, para esse segmento não é possível analisar os BPCs, pois, devido à oferta pública obrigatória, o preço das ações deve convergir ao valor que o adquirente deve pagar pelas ações no leilão. Assim, deve-se aproveitar os dados das companhias listadas no Novo Mercado para realizar uma análise qualitativa.

Suspeitava-se que a aquisição do bloco de controle nesse segmento seria menos realizada devido aos altos custos que a operação traria. Contudo, mesmo com esses altos custos foram identificadas aquisições de poder de controle. Para entender esse fenômeno acompanhou-se a trajetória das quatro companhias do Novo Mercado<sup>23</sup> após a mudança no controle. Dessas, duas saíram do Novo Mercado<sup>24</sup> e as outras duas fecharam seu

23. As empresas do Novo Mercado analisadas foram: Banco Nossa Caixa S/A, Medial Saúde S/A, Redentor Energia S/A e Ironx Mineração S/A.

24. Vale apontar que o adquirente do controle de Redentor Energia S/A tentou fechar seu capital, mas os minoritários fizeram com que a companhia mantivesse seu capital aberto, já que a companhia não conseguiu a necessária adesão de 2/3 dos acionistas minoritários na oferta pública para cancelamento do registro da companhia. Apesar disso, a Redentor não será mais obrigada a atender às exigências do Novo Mercado, uma vez que passará a ser negociada no segmento tradicional. A saída do Novo Mercado ocorreu independentemente do cancelamento do registro, pois foi aprovada em assembleia-geral extraordinária.

capital. Assim, só foram realizadas aquisições de controle nos casos em que o adquirente não possuía o interesse de continuar no segmento do Novo Mercado.

Desse modo, pode-se concluir que não existe um impedimento absoluto para que o controle seja adquirido quando a companhia está listada no Novo Mercado. Contudo, parece que esse segmento não é atrativo aos adquirentes, pois, nos casos analisados, ou as ações passaram a ser negociadas no segmento tradicional, ou as companhias fecharam seu capital. Quanto aos investidores, pode-se afirmar que eles estão mais bem protegidos por um *tag along* de 100%, mas não podem ficar seguros de que a companhia continuará tendo suas ações negociadas no Novo Mercado.

### 3. Conclusão

Em primeiro lugar, foi traçado um panorama histórico da realidade brasileira no que tange aos BPCs. Foi possível destacar as mudanças na legislação societária e na autorregulação do mercado de capitais responsáveis por criar um cenário de maior proteção aos investidores.

Em seguida foi apresentado o estudo de Dyck e Zingales [2004]. Os autores realizaram uma análise empírica dos BPCs, entre 1990 e 2000, em diversos Países, e encontraram os valores mais expressivos no Brasil. De modo a atualizar esse estudo ao novo cenário brasileiro, realizou-se uma pesquisa empírica com as companhias nos últimos 10 anos. Foi possível concluir, por meio da análise dos dados obtidos, que, por mais que as normas tenham garantido maior

proteção aos acionistas minoritários, ainda existem expressivos benefícios particulares associados ao poder de controle.

Nesse contexto, em que ainda existem elevados BPCs, é imprescindível que haja maior cautela com os acionistas minoritários das companhias que não estão listadas nos segmentos que possuem normas mais rígidas de governança corporativa, como ocorre com o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado.

Os resultados alcançados demonstram que, por mais que o cenário brasileiro tenha se desenvolvido e alcançado patamares superiores de proteção aos acionistas minoritários, ainda existe uma grande barreira a ser superada com relação à qualidade da regulação. O mercado de capitais brasileiro, portanto, ainda precisa aprimorar a proteção dos investidores, pois só assim ele poderá ser uma real fonte de financiamento para as empresas.

### Referências bibliográficas

- ALEXANDRU, Petra, ARARAT, Melsa, SANTANA, Maria Helena, e YURTOGLU, B. Burcin [2008]. *Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. Washington, International Finance Corporation.
- ARARAT, Melsa, ALEXANDRU, Petra, SANTANA, Maria Helena, e YURTOGLU, B. Burcin [2008]. *Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. Washington, International Finance Corporation.
- BARCLAY, Michael, e HOLDERNESS, Clifford [1989]. “Private benefits of control of public corporations”. *Journal of Financial Economics* 25/371-395.
- CARVALHOSA, Modesto [1977]. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- COMPARATO, Fábio Konder [1981]. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro, Forense.
- [1983]. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro, Forense.
- DYCK, Alexander, e ZINGALES, Luigi [2004]. “Private benefits of control – An international comparison”. *The Journal of Finance* LIX.
- FAMÁ, Rubens, e RIBEIRO NETO, Ramon Martinez [2002]. “Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – O Novo Mercado”. *Revista de Administração* 37/29-38. N. 1. Janeiro-março/2002.
- GILSON, Ronald J., e SCHWARTZ, Alan [2015]. “Corporate control and credible commitment”. *Columbia Law and Economics Research Paper* 436; *Stanford Law and Economics Olin Research Paper* 438; *Yale Law & Economics Research Paper* 461; *ECGI – Law Working Paper* 216. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2182781> (acesso em 5.12.2015).
- GILSON, Ronald, J., HANSMANN, Henry, e PARGENDLER, Mariana [2011]. “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”. *Stanford Law Review* 63. USA.
- GORGA, Érica [2013]. *Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro, Elsevier.
- HANSMANN, Henry, GILSON, Ronald, J., e PARGENDLER, Mariana [2011]. “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”. *Stanford Law Review* 63. USA.
- HOLDERNESS, Clifford, e BARCLAY, Michael [1989]. “Private benefits of control of public corporations”. *Journal of Financial Economics* 25/371-395.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, e VISHNY, Robert [1998]. “Law and finance”. *Journal of Political Economy* 1988. Disponível em <http://faculty.tuck.dartmouth.edu/rafael-laporta/research-publications> (acesso em 20.10.2015).
- [2000]. “Investor protection and corporate governance”. *Journal of Financial Economics*.
- LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, e VISHNY, Robert [1998]. “Law and finance”. *Journal of Political Economy* 1988. Disponível em <http://faculty.tuck.dartmouth.edu/rafael-laporta/research-publications> (acesso em 20.10.2015).

- [2000]. “Investor protection and corporate governance”. *Journal of Financial Economics*.
- MB ASSOCIADOS [2000]. “Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro”. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em [http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/mercado\\_capitais\\_desafios.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf) (acesso em 15.10.2015).
- MORAES, Luíza Rangel, WAISBERG, Ivo, e WALD, Arnaldo [2009]. “Fusões, incorporações e aquisições – Aspectos societários contratuais e regulatórios”. In: WARDE JR., Walfrido Jorge. *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo, Quartier Latin.
- NENOVA, Tatiana [2000]. *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: a Cross-Country Analysis*. Harvard University. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=237809](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809) (acesso em 20.1.2016).
- PARGENDLER, Mariana, GILSON, Ronald, J., e HANSMANN, Henry [2011]. “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”. *Stanford Law Review* 63. USA.
- RAJAN, Raghuram, e ZINGALES, Luigi [2003]. “The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century”. *Journal of Financial Economics* 69/5-50.
- RIBEIRO NETO, Ramon Martinez, e FAMÁ, Rubens [2002]. “Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – O Novo Mercado”. *Revista de Administração* 37/29-38. N. 1. Janeiro-março/2002.
- SANTANA, Maria Helena [2015]. “O Novo Mercado por Maria Helena Santana”. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/focus5.pdf> (acesso em 3.12.2015).
- SANTANA, Maria Helena, ALEXANDRU, Petra, ARARAT, Melsa, e YURTOGLU, B. Burcin [2008]. *Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. Washington, International Finance Corporation.
- SCHWARTZ, Alan, e GILSON, Ronald J. [2015]. “Corporate control and credible commitment”. *Columbia Law and Economics Research Paper* 436; *Stanford Law and Economics Olin Research Paper* 438; *Yale Law & Economics Research Paper* 461; *ECGI – Law Working Paper* 216. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2182781> (acesso em 5.12.2015).
- SHLEIFER, Andrei, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, e VISHNY, Robert [1998]. “Law and finance”. *Journal of Political Economy* 1988. Disponível em <http://faculty.tuck.dartmouth.edu/rafael-laporta/research-publications> (acesso em 20.10.2015).
- [2000]. “Investor protection and corporate governance”. *Journal of Financial Economics*.
- VISHNY, Robert, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, e SHLEIFER, Andrei [1998]. “Law and finance”. *Journal of Political Economy* 1988. Disponível em <http://faculty.tuck.dartmouth.edu/rafael-laporta/research-publications> (acesso em 20.10.2015).
- [2000]. “Investor protection and corporate governance”. *Journal of Financial Economics*.
- WAISBERG, Ivo, MORAES, Luíza Rangel, e WALD, Arnaldo [2009]. “Fusões, incorporações e aquisições – Aspectos societários contratuais e regulatórios”. In: WARDE JR., Walfrido Jorge. *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo, Quartier Latin.
- WALD, Arnaldo, MORAES, Luíza Rangel, e WAISBERG, Ivo [2009]. “Fusões, incorporações e aquisições – Aspectos societários contratuais e regulatórios”. In: WARDE JR., Walfrido Jorge. *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo, Quartier Latin.
- YURTOGLU, B. Burcin, ALEXANDRU, Petra, ARARAT, Melsa, e SANTANA, Maria Helena [2008]. *Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. Washington, International Finance Corporation.
- ZINGALES, Luigi, e DYCK, Alexander [2004]. “Private benefits of control – An international comparison”. *The Journal of Finance* LIX.
- ZINGALES, Luigi, e RAJAN, Raghuram [2003]. “The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century”. *Journal of Financial Economics* 69/5-50.

**APÊNDICE**  
**TABELAS COM AS COMPANHIAS ANALISADAS**

**TABELA 2**  
(57 companhias – Total)

<b>Companhias</b>	
1. Cia. Tecidos Santanense	2. Cia. de Bebidas das Américas – AmBev
3. Cia. Siderúrgica de Tubarão	4. Acesita S/A
5. Aços Villares S/A	6. Indústrias Micheletto S/A
7. Cia. Brasileira de Distribuição	8. Cia. Maranhense Refrigerantes
9. Ferroban – Ferrovias Bandeirantes S/A	10. Ferronorte S/A Ferrovias Norte Brasil
11. CTEEP – Cia. Transm. Energia Elétr. Paulista	12. Plascar Participações Industriais S/A
13. Light S/A	14. Arcelor Brasil S/A
15. Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A	16. Cia. Bras. Petróleo Ipiranga
17. Refinaria Pet Ipiranga S/A	18. Elektro Eletricidade e Serviços S.A.
19. Calçados Azaleia S/A	20. Magnesita S/A
21. Eleva Alimentos S/A	22. Suzano Petroquímica S/A
23. Telemig Celular Participações S/A	24. Telemig Celular S/A
25. Const. Adolpho Lindenberg S/A	26. Tele Norte Celular Participações S/A
27. Amazônia Celular S/A	28. Ironx Mineração S/A
29. Recrusul S/A	30. Excelsior Alimentos S/A
31. Refinaria Pet Manguinhos S/A	32. Banco Nossa Caixa S/A (NM)
33. Brasil Telecom Participações S/A	34. Brasil Telecom S/A
35. Abyara Planejamento Imobiliário S/A	36. Aracruz Celulose S/A
37. Hopi Hari S/A	38. Globex Utilidades S/A
39. Medial Saúde S/A (NM)	40. Gvt Holding S/A (NM)
41. Terna Participações S/A	42. Millennium Inorganic Chemicals do Brasil
43. Quattor Petroquímica S/A	44. Fertilizantes Fosfatados S/A Fosfertil



45. Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S/A (NM)	46. SEB – Sistema Educacional Brasileiro AS
47. Vivo Participações S/A	48. Elektro Eletricidade e Serviços S/A
49. Redentor Energia S/A (NM)	50. Banco Panamericano S/A
51. Banco BERJ S/A	52. Net Serviços de Comunicação S/A
53. Excelsior Alimentos S/A	54. Cia. de Gás de São Paulo – Comgás
55. Arteris S/A (NM)	56. Excelsior Alimentos S/A
57. Buettner S/A Ind. e Comercio – Em recuperação judicial	

**TABELA 3**  
(45 companhias – Leilão aplicável)

<b>Companhias</b>	
1. Cia. Tecidos Santanense	2. Cia. de Bebidas das Américas – AmBev
3. Cia. Siderúrgica de Tubarão	4. Acesita S/A
5. Aços Villares S/A	6. Industrias Micheletto S/A
7. Cia. Maranhense Refrigerantes	8. Ferrobán Ferrovias Bandeirantes S/A
9. Ferronorte S/A Ferrovias Norte Brasil	10. Light S/A
11. Arcelor Brasil S/A	12. Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A
13. Cia. Bras. Petróleo Ipiranga	14. Refinaria Pet Ipiranga S/A
15. Elektro Eletricidade e Serviços S/A	16. Magnesita S/A
17. Eleva Alimentos S/A	18. Suzano Petroquímica S/A
19. Telemig Celular Participações S/A	20. Telemig Celular S/A
21. Tele Norte Celular Participações S/A	22. Amazônia Celular S/A
23. Ironx Mineração S/A (NM)	24. Recrusul S/A
25. Refinaria Pet Manguihos S/A	26. Banco Nossa Caixa S/A (NM)
27. Brasil Telecom Participações S/A	28. Brasil Telecom S/A
29. Abyara Planejamento Imobiliário S/A	30. Aracruz Celulose S/A
31. Globex Utilidades S/A	32. Medial Saúde S/A (NM)
33. Gvt Holding S/A (NM)	34. Terna Participações S/A

35. Fertilizantes Fosfatados S/A Fosfertil	36. Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S/A (NM)
37. SEB – Sistema Educacional Brasileiro AS	38. Vivo Participações S/A
39. Redentor Energia S/A (NM)	40. Banco Panamericano S/A
41. Banco BERJ S/A	42. Net Serviços de Comunicação S/A
43. Cia. de Gás de São Paulo – Comgás	44. Arteris S/A (NM)
45. Buettner S/A Ind. e Comércio – Em recuperação judicial	

**TABELA 4**  
(35 companhias – Com operação registrada no *site* da CVM)

<b>Companhias</b>	
1. Cia. Tecidos Santanense	2. Cia. de Bebidas das Américas – AmBev
3. Cia. Siderúrgica de Tubarão	4. Acesita S/A
5. Indústrias Micheletto S/A	6. Arcelor Brasil S/A
7. Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A	8. Cia. Bras. Petróleo Ipiranga
9. Refinaria Pet Ipiranga S/A	10. Elektro Eletricidade e Serviços S/A
11. Magnesita S/A	12. Eleva Alimentos S/A
13. Suzano Petroquímica S/A	14. Telemig Celular Participações S/A
15. Telemig Celular S/A	16. Tele Norte Celular Participações S/A
17. Amazônia Celular S/A	18. Ironx Mineração S/A (NM)
19. Banco Nossa Caixa S/A (NM)	20. Brasil Telecom Participações S/A
21. Brasil Telecom S/A	22. Aracruz Celulose S/A
23. Globex Utilidades S/A	24. Medial Saúde S/A (NM)
25. Gvt Holding S/A (NM)	26. Terna Participações S/A
27. Fertilizantes Fosfatados S/A Fosfertil	28. Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S/A (NM)

29. SEB – Sistema Educacional Brasileiro AS	30. Vivo Participações S/A
31. Redentor Energia S/A (NM)	32. Banco Panamericano S/A
33. Banco BERJ S/A	34. Net Serviços de Comunicação S/A
35. Arteris S/A (NM)	

**TABELA 5**  
(32 companhias – Fato relevante entre 2005 e 2014)

<b>Companhias</b>	
1. Cia. Siderúrgica de Tubarão	2. Acesita S/A
3. Arcelor Brasil S/A	4. Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A
5. Cia. Bras. Petróleo Ipiranga	6. Refinaria Pet Ipiranga S/A
7. Elektro Eletricidade e Serviços S/A	8. Magnesita S/A
9. Eleva Alimentos S/A	10. Suzano Petroquímica S/A
11. Telemig Celular Participações S/A	12. Telemig Celular S/A
13. Tele Norte Celular Participações S/A	14. Amazônia Celular S/A
15. Ironx Mineração S/A (NM)	16. Banco Nossa Caixa S/A (NM)
17. Brasil Telecom Participações S/A	18. Brasil Telecom S/A
19. Aracruz Celulose S/A	20. Globex Utilidades S/A
21. Medial Saúde S/A (NM)	22. Gvt Holding S/A (NM)
23. Terna Participações S/A	24. Fertilizantes Fosfatados S/A Fosfertil
25. Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S/A (NM)	26. SEB – Sistema Educacional Brasileiro AS
27. Vivo Participações S/A	28. Redentor Energia S/A (NM)
29. Banco Panamericano S/A	30. Banco BERJ S/A
31. Net Serviços de Comunicação S/A	32. Arteris S/A (NM)

**TABELA 6**  
(23 companhias – Sem OPA para as ações preferenciais)

<b>Companhias</b>	
1. Cia. Siderúrgica de Tubarão	2. Arcelor Brasil S/A
3. Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A	4. Cia. Bras. Petróleo Ipiranga
5. Refinaria Pet Ipiranga S/A	6. Elektro Eletricidade e Serviços S/A
7. Magnesita S/A	8. Eleva Alimentos S/A
9. Telemig Celular Participações S/A	10. Telemig Celular SA
11. Ironx Mineração S/A (NM)	12. Banco Nossa Caixa S/A (NM)
13. Brasil Telecom Participações S/A	14. Brasil Telecom S/A
15. Aracruz Celulose S/A	16. Globex Utilidades S/A
17. Medial Saúde S/A (NM)	18. Gvt Holding S/A (NM)
19. Fertilizantes Fosfatados S/A Fosfertil	20. Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S/A (NM)
21. Vivo Participações S/A	22. Redentor Energia S/A (NM)
23. Arteris S/A (NM)	

**TABELA 7**  
(10 companhias – Todos os dados)

<b>Companhias</b>	
1. Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A	2. Refinaria Pet Ipiranga S/A
3. Magnesita S/A	4. Telemig Celular Participações S/A
5. Ironx Mineração S/A (NM)	6. Banco Nossa Caixa S/A (NM)
7. Brasil Telecom Participações S/A	8. Aracruz Celulose S/A
9. Medial Saúde S/A (NM)	10. Redentor Energia S/A (NM)

# Doutrina & Atualidades

## FINANCIAMENTO DE MICRO E PEQUENAS EMPRESAS BRASILEIRAS ATRAVÉS DE OFERTAS PÚBLICAS DE NOTAS PROMISSÓRIAS

AMANDA GOUVÊA TOLEDO BARRETTO

*1. Introdução. 2. Parte I: disciplina das ofertas públicas de notas promissórias: 2.1 Lei 6.385/1976 e instrumentos normativos relacionados – 2.2 Regulamentação anterior à Instrução CVM-566/2016: 2.2.1 Instrução CVM-400/2003 – 2.2.2 Instrução CVM-476/2009 – 2.2.3 Instrução CVM-134/1990 e Instrução CVM-155/1991 – 2.3 Instrução CVM-566/2015. 3. Parte II: financiamento das micro e pequenas empresas brasileiras: 3.1 Definição de microempresas e empresas de pequeno porte – 3.2 Formas de financiamento atualmente utilizadas e vantagens do mercado de capitais – 3.3 Financiamento de microempresas e empresas de pequeno porte através de notas promissórias. 4. Conclusão.*

**Resumo:** O artigo aborda o financiamento de microempresas e empresas de pequeno porte no Brasil. Seu objetivo é analisar as ofertas públicas de notas promissórias enquanto alternativa para a obtenção de recursos pelas empresas mencionadas. Foi empregado um método analítico, tendo por objeto normas legais e regulamentares bem como obras bibliográficas e relatórios de pesquisa. Na esfera normativa foram estudadas em especial as instruções da Comissão de Valores Mobiliários/CVM que disciplinam as ofertas públicas e as notas promissórias enquanto valores mobiliários, compreendendo as alterações em seu regime jurídico decorrentes da Instrução CVM-566/2015. As obras bibliográficas possibilitaram a compreensão do ambiente legal e regulatório, bem como da conjuntura econômica. Verificou-se que, quando obtidos, os recursos externos para financiamento das microempresas e empresas de pequeno porte decorrem preponderantemente de ope-

rações bancárias. As operações no mercado de capitais, embora apresentem diversas vantagens, ainda respondem por uma parcela pequena destes recursos. Observou-se que as alterações promovidas pela Instrução CVM-566/2015 aumentaram a utilidade das notas promissórias para os fins em questão. Concluiu-se que as notas promissórias ofertadas publicamente representam alternativa adequada para o financiamento de microempresas e empresas de pequeno porte no Brasil. Também se verificou que o novo regime instituído pela CVM para os referidos instrumentos abre espaço para o crescimento e o desenvolvimento desta modalidade de operação. Observou-se, contudo, a necessidade de atuação suplementar da CVM no sentido de informar e conscientizar as micro e pequenas empresas e o público investidor, viabilizando, assim, o uso das notas promissórias ofertadas publicamente para financiamento.

**Palavras-chave:** *Commercial papers*; Empresas de pequeno porte; Mercado de capitais; Microempresas; Notas promissórias; Oferta pública; Valores mobiliários.

## 1. Introdução

No contexto brasileiro verifica-se que a maior parte das empresas, ao necessitar de capital para cumprir suas metas de crescimento, recorre a recursos de seus sócios ou ao financiamento bancário, contraindo empréstimos de prazo mais curto do que o que elas efetivamente precisam; a um custo bem maior; e com características que, em geral, não se adaptam perfeitamente às suas necessidades.

Nesse sentido, o mercado de capitais surge como uma ótima alternativa para o financiamento das empresas brasileiras, por possibilitar a obtenção de recursos moldados sob medida de acordo com as características buscadas, bem como de maior liquidez. No caso das pequenas e médias empresas, em que o acesso ao capital junto a instituições financeiras é naturalmente mais complicado do que ocorre em geral, devido ao maior grau de risco que os empréstimos representam, o mercado de capitais mostra-se uma opção ainda mais interessante.

Tendo isso em vista, a Comissão de Valores Mobiliários/CVM editou a Instrução CVM-566, de 31.7.2015, que disciplina as ofertas públicas de notas promissórias. A permissão expressa da realização das referidas ofertas por sociedades limitadas e a possibilidade da utilização de notas promissórias como instrumentos de financiamento de longo prazo abriram caminho para uma expansão consistente destes instrumentos de dívida enquanto alternativa para o financiamento – e o conseqüente crescimento – das microempresas e empresas de pequeno porte brasileiras.

O objetivo deste artigo é analisar a utilização de notas promissórias ofertadas

publicamente como meio de financiamento para micro e pequenas empresas. Neste sentido, serão abordadas as normas que disciplinaram ou disciplinam as ofertas públicas de valores mobiliários, com ênfase para a Lei 6.385, de 7.12.1976, a Resolução CMN-1.723, de 27.6.1990, a Instrução CVM-400, de 29.12.2003, e a Instrução CVM-476, de 16.1.2009.

Também serão detalhadas as normas que disciplinaram ou disciplinam as notas promissórias especificamente: Instrução CVM-134, de 1.11.1990, Instrução CVM-155, de 7.8.1991, e Instrução CVM-566/2015. Por fim, serão estudadas as formas de financiamento atualmente utilizadas pelas microempresas e empresas de pequeno porte brasileiras.

Com base nas análises realizadas, verificaremos se a utilização de notas promissórias ofertadas publicamente mostra-se uma alternativa interessante para a obtenção de recursos pelas micro e pequenas empresas do Brasil. Adicionalmente, proporemos eventuais providências para o desenvolvimento do mercado ora abordado.

## 2. Parte I: disciplina das ofertas públicas de notas promissórias

### 2.1 Lei 6.385/1976 e instrumentos normativos relacionados

A Lei 6.385/1976<sup>1</sup> estabelece, atualmente, as diretrizes gerais para o funcionamento do mercado de valores mobiliários no Brasil, incluindo a emissão e a distribuição de valores mobiliários, bem como a negociação e a intermediação neste mercado, conforme mencionado em seu art. 1º. Dois aspectos da referida lei merecem atenção no contexto

1. As referências feitas a normas legais e regulamentares neste artigo, exceto quando houver manifestação expressa em sentido contrário, dizem respeito às suas versões atualmente vigentes.

deste artigo: a criação da CVM, ao lado da atribuição de competências a esta entidade, e a classificação das notas promissórias como valores mobiliários.

De acordo com A. O. Mattos Filho, a criação da CVM foi resultado de um longo processo intensificado em 1964, com a tomada do poder pelos militares. À época, o Governo Federal identificava uma lacuna em relação ao oferecimento de recursos de longo prazo, até então realizado exclusivamente pelo Banco do Brasil e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. Tais recursos passaram a ser considerados essenciais para o fortalecimento da grande indústria nacional; e ganhou destaque o mercado de ações, já há muito observado – de relance – como uma alternativa para fazer frente às necessidades de financiamento empresarial.<sup>2</sup>

O Governo Federal, então, elaborou um plano de ação que objetivava intervir e impulsionar o desenvolvimento econômico. Foi editada a Lei 4.728, de 14.7.1965, primeiro diploma legal a disciplinar de maneira específica o mercado de valores mobiliários.

O art. 1º da Lei 4.728/1965 determinava que os mercados financeiro e de capitais seriam disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional/CMN e fiscalizados pelo Banco Central do Brasil/BACEN, então chamado *Banco Central da República do Brasil*. O art. 3º atribuía ao BACEN autorizar a constituição e fiscalizar o funcionamento das Bolsas de Valores; das sociedades corretoras membros das Bolsas de Valores; das sociedades de investimento; e das entidades que tivessem por objeto a subscrição, para revenda e distribuição, de títulos ou valores mobiliários; manter registro e fiscalizar as operações das entidades que efetuassem a captação de poupança popular no mercado de capitais – inclusive por meio de distribuição de títulos ou valores mobiliários; registrar

títulos e valores mobiliários para efeitos de sua negociação nas Bolsas de Valores; registrar as emissões de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais; fiscalizar a observância de diversas disposições legais e regulamentares relacionadas ao mercado de capitais; manter e divulgar estatísticas relacionadas a este mercado; e fiscalizar eventual uso de informação privilegiada.

Nos primeiros anos após a edição da Lei 4.728/1965 não se observou um desenvolvimento expressivo do mercado de valores mobiliários ou uma atuação intensa do BACEN nesse ambiente. O crescimento acentuado da negociação com valores mobiliários teve lugar a partir de 1969,<sup>3</sup> gerou, porém, uma bolha especulativa que, em 1971, culminou em colapso na Bolsa de Valores,<sup>4</sup> causando sérios prejuízos aos investidores. Diante disso, a estrutura que existia passou a ser considerada insuficiente para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.<sup>5</sup> Os governantes, então, focaram seus esforços em reconquistar a confiança dos cidadãos no mercado de capitais,<sup>6</sup> enxergada como fator essencial de atração da poupança popular.<sup>7</sup>

Como consequência, foi editada a Lei 6.385/1976,<sup>8</sup> que criou a CVM, órgão regu-

3. A. O. Mattos Filho, *Direito dos Valores Mobiliários*, cit., vol. 1, t. 1, p. 170.

4. A. Pacheco *et al.*, “CVM: limites de sua Competência”, in M. R. Penteado (coord.), *Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, p. 33.

5. N. Eizirik, *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1998, p. 2.

6. D. B. dos S. G. Araujo, “Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórico da regulação brasileira”, in D. B. dos S. G. Araujo (org.), *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*, São Paulo, Saraiva, 2015, Capítulo 1, p. 28.

7. L. L. Cantidiano, “Prefácio”, in L. L. Cantidiano e R. Corrêa (orgs.), *Governança Corporativa: Empresas Transparentes na Sociedade de Capitais*, São Paulo, Lazuli, 2005, p. 7.

8. No mesmo ano, em 15 de dezembro, foi sancionada a Lei 6.404, que atualizou a disciplina das sociedades por ações.

2. A. O. Mattos Filho, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. 1, t. 1, Rio de Janeiro, FGV, 2015, pp. 159-161.

lador específico para o mercado de valores mobiliários. Em linha com os princípios da proteção da mobilização da poupança nacional e da proteção da economia popular,<sup>9</sup> o diploma legal foi motivado pelos propósitos de prevenir novas crises, promover a institucionalização e a cultura do mercado de capitais.<sup>10</sup> A divisão de competências entre o BACEN e a CVM decorreu do reconhecimento do mercado de capitais como segmento autônomo do mercado financeiro, merecedor de regulamentação e fiscalização específicas.<sup>11</sup>

Na ocasião o legislador optou por não estabelecer uma definição formal de *valores mobiliários*, limitando-se a enumerar os instrumentos que se enquadrariam nesta categoria, com o fim de delimitar a esfera de competência da CVM e estabelecer uma disciplina legal particular.<sup>12</sup> J. E. C. Queiroz acredita que o intuito da autoridade legisladora era conferir a segurança jurídica necessária ao mercado de capitais através de uma lista que compreendesse todas as operações processadas naquele ambiente, evitando, assim, a responsabilidade de fixar os requisitos necessários<sup>13</sup> para que

9. Mencionados por R. Q. Mosquera, “Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais”, in R. Q. Mosquera (org.), *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, São Paulo, Dialética, 1999, pp. 263-266.

10. N. Eizirik, *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*, cit., 2ª ed., p. 2.

11. G. C. Barros, “Conceito de ativos financeiros (vs. valores mobiliários) após o Decreto n. 7.897/2013: registro de garantia em *clearing*”, in L. F. de M. e Castro (coord.), *Mercado Financeiro e de Capitais: Regulação e Tributação*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, p. 303.

12. N. Eizirik, *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*, cit., 2ª ed., p. 140.

13. J. E. C. Queiroz, “O conceito de valor mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil”, in R. Q. Mosquera (org.), *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, São Paulo, Dialética, 1999, p. 133.

um ativo pudesse ser considerado *valor mobiliário*.<sup>14</sup>

Assim, o texto original da Lei 6.385/1976, em seu art. 2º, trazia um rol de ativos que, quando emitidos por sociedades anônimas, poderiam ser considerados *valores mobiliários*. A lista contemplava títulos passíveis de distribuição e negociação em mercados regulamentados, os quais poderiam ser diretamente emitidos pelas companhias ou representar direitos sobre os instrumentos de emissão daquelas sociedades.<sup>15</sup> Ressalte-se que as notas promissórias ainda não eram mencionadas.

A CVM surgiu, dessa forma, como autarquia competente para, em linhas gerais, regulamentar as matérias relacionadas aos valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas. O rol de ativos então apresentado era o retrato de um mercado de capitais ex-

14. Tais requisitos são assinalados por J. L. B. Pedreira e A. Lamy Filho, segundo quem os valores mobiliários são títulos emitidos em conjunto com outros que garantem os mesmos direitos e em relação aos quais são fungíveis. Trata-se, portanto, de títulos “de massa”, que não são emitidos isoladamente; seu objetivo último é o recebimento de renda. (“Título IV: Valores Mobiliários. Capítulo I: Natureza e Normas Gerais”, in J. L. B. Pedreira e A. Lamy Filho (coords.), *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 515). De acordo com M. Carvalhosa, os valores mobiliários apresentam a finalidade de servir de investimento aos seus adquirentes, mirando uma potencial liquidez e a dispersão. Neste ponto distanciam-se dos títulos de crédito, destinados a um único investidor. Por meio dos valores mobiliários processa-se uma inversão financeira. O doutrinador sublinha que não é necessária a efetiva realização de múltiplas transações com determinado instrumento, bastando, para sua caracterização como valor mobiliário, a possibilidade de negociá-lo no mercado. Ressalta, ainda, que a negociação de valores mobiliários fora de mercados organizados não os desnatura, conservando eles sua natureza jurídica independentemente do ambiente em que circulem (M. Carvalhosa, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Artigos*

15. N. Eizirik et al., *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, 3ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2011, p. 53.



tremamente centrado nas ações e nos títulos de dívida corporativa – especialmente debêntures – de companhias abertas.<sup>16</sup>

Como lembra O. Yazbek, a noção de valores mobiliários inicialmente trazida pela Lei 6.385/1976 englobava os instrumentos que poderiam ser emitidos em massa, possibilitando acesso à poupança popular.<sup>17</sup> A. O. Mattos Filho acredita que a orientação adotada deveu-se em parte à resistência do BACEN à criação de uma nova entidade que assumiria parte de suas funções. Incluíram-se, dessa forma, no art. 2º apenas aqueles instrumentos que estariam, indiscutivelmente, englobados na noção de valores mobiliários, os quais seriam obrigatoriamente emitidos por sociedades anônimas. O BACEN continuaria a deter competência sobre a zona cinzenta dos valores mobiliários remanescentes, bem como sobre os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira (exceto as debêntures), os quais eram expressamente excluídos do rol de valores mobiliários – e, conseqüentemente, do campo de atuação da CVM – pelo parágrafo único do art. 2º da Lei 6.385/1976.<sup>18</sup>

De modo a possibilitar um eventual alargamento da esfera de atuação da CVM, o inciso III do art. 2º da lei conferia competência residual ao CMN para categorizar como valores mobiliários títulos que não fossem ali abordados inicialmente; para tanto permanecia o requisito de que os instrumentos fossem emitidos por sociedades

anônimas. Utilizando-se desta atribuição, o CMN editou a Resolução CMN-1.723/1990, a qual passou a considerar como valor mobiliário, para os efeitos da Lei 6.385/1976, a nota promissória. O art. 3º da Resolução CMN-1.723/1990 autorizava a CVM a emitir regras complementares sobre o assunto. Foi neste contexto que surgiu a Instrução CVM-134/1990, a qual consistiu na primeira instrução a respeito das notas promissórias enquanto valores mobiliários. Seguiu-se a ela a Instrução CVM-155/1991.<sup>19</sup>

Com o passar do tempo o BACEN distanciou-se do mercado de valores mobiliários, dedicando-se enfaticamente às suas atribuições enquanto autoridade monetária. Por outro lado, o CMN passou a atuar com bastante frequência para incluir novos instrumentos na esfera de competência da CVM.<sup>20</sup> Isso se deveu à crescente importância adquirida pela autarquia, a qual decorria das inúmeras alterações no cenário econômico e mostrava-se incompatível com a noção restrita de *valores mobiliários* até então adotada. Fazia-se necessária uma definição legal de *valores mobiliários* para, de um lado, garantir que o CMN não incluísse equivocadamente na esfera de atuação da CVM instrumentos que não apresentassem natureza de valores mobiliários e, de outro, delimitar de maneira definitiva a competência do BACEN nesse campo.<sup>21</sup>

Dentre as alterações econômicas mencionadas merece destaque o surgimento dos chamados contratos de *boi gordo*, que tinham por objeto a aquisição, para engorda, dos animais em questão e extinguíam-se com a entrega dos valores originados da venda

16. J. E. C. Queiroz, “Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais”, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 41/1-5, São Paulo, julho-setembro/2008, p. 2 (a paginação da versão eletrônica difere daquela da versão impressa).

17. O. Yazbek, *Regulamentação do Mercado Financeiro e de Capitais*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 83.

18. A. O. Mattos Filho, *Direito dos Valores Mobiliários*, cit., vol. 1, t. 1, pp. 160-171.

19. Os instrumentos normativos mencionados neste parágrafo serão analisados de forma detalhada em itens específicos abaixo.

20. A. O. Mattos Filho, *Direito dos Valores Mobiliários*, cit., vol. 1, t. 1, p. 161.

21. A. O. Mattos Filho, “O conceito de valor mobiliário”, *RAE – Revista de Administração de Empresas* 25/38, n. 2, abril-junho/1985.

dos bois ou com a entrega física daqueles. O surgimento desses contratos evidenciou a importância da proteção dos investidores diante de novos instrumentos financeiros,<sup>22</sup> deixando claro que não havia mais espaço para tamanha incerteza.

Foi editada, então, a Medida Provisória 1.637, de 8.1.1998, cujo art. 1º determinava que:

“Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

M. Carvalhosa ressalta a importância da Medida Provisória 1.637/1998, que, por meio do alargamento da noção de *valores mobiliários*, conferiu maior proteção ao investidor frente à quantidade de oportunidades de investimento disponíveis e à escassez de informações.<sup>23</sup> H. M. D. Verçosa concorda, declarando que a edição da Medida Provisória 1.637/1998<sup>24</sup> consistiu numa profunda alteração legislativa. A competência da CVM foi ampliada consideravelmente,<sup>25</sup> passando

22. H. M. D. Verçosa, “A CVM e os contratos de investimento coletivo (“boi gordo” e outros)”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro/RDM* 108/91-92, São Paulo, janeiro/1997.

23. M. Carvalhosa, “A nova Lei das Sociedades por Ações e o mercado de capitais”, in R. Q. Mosquera (org.), *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, São Paulo, Dialética, 1999, p. 219.

24. A Medida Provisória 1.637/1998 foi reeditada inúmeras vezes, até o advento, em 14.2.2001, da Lei 10.198, atualmente vigente.

25. N. Eizirik *et al.* apontam que a redação do art. 1º da Medida Provisória 1.637/1998 teve clara inspiração no conceito de *security* adotado nos Estados Unidos da América (*Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, cit., 3ª ed., p. 56). Para mais informações sobre o assunto, consultar: L. G. P. de B. Leães, “O conceito de *security* no Direito Norte-Americano

a englobar não apenas os contratos de *boi gordo*, mas diversos outros valores mobiliários existentes ou que viessem a surgir, os quais poderiam enquadrar-se dentre os títulos ou contratos de investimento coletivo mencionados no art. 1º.<sup>26</sup> Apesar disso, a Medida Provisória 1.637/1998 não trouxe uma definição legal de *valores mobiliários*.

Esta definição não foi fixada pelo legislador brasileiro até o momento. Todavia, no início do milênio o mercado de valores mobiliários vivenciou um aumento considerável de segurança jurídica. Isso porque a Lei 10.303, de 31.10.2001, alterou o art. 2º da Lei 6.385/1976, com a inclusão no rol de *valores mobiliários* de diversos instrumentos, dentre os quais as notas promissórias (denominadas pelo legislador de *notas comerciais*), listadas no inciso VI. Além disso, foram incluídos os incisos VIII e IX, que fazem referência, respectivamente, a “outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes”, e

“quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

A definição constante do art. 1º da Medida Provisória 1.637/1998, portanto, por meio da Lei 10.303/2001, foi incorporada à Lei 6.385/1976.

O. Yazbek apresenta críticas à noção legal de *valor mobiliário* que passou a ser adotada a partir de então. De acordo com o autor, houve um excessivo alargamento da ideia inicialmente abordada, passando o art. 2º da Lei 6.385/1976 a abranger instrumentos financeiros que não se relacionam à poupança

e o conceito análogo no Direito Brasileiro”, *RDM* 14/41-60, São Paulo, 1974.

26. H. M. D. Verçosa, “A CVM e os contratos de investimento coletivo (“boi gordo” e outros)”, cit., *RDM* 108/96.

popular ou à atividade de financiamento.<sup>27</sup> O legislador, todavia, entendeu que as definições constantes dos incisos VIII e IX do art. 2º da referida lei não apenas são adequadas – por abarcarem todos os valores mobiliários existentes –, porém são também suficientes para abranger instrumentos que eventualmente surjam com o desenvolvimento do mercado. Em razão disso, revogou a competência do CMN para a inclusão de novos ativos na esfera dos valores mobiliários. Desse modo, com as alterações trazidas pela Lei 10.303/2001, o rol do art. 2º da Lei 6.385/1976 passou a ser exaustivo, e não mais exemplificativo.<sup>28</sup>

Como consequência da evolução legislativa exposta, à CVM, atualmente, cabem as funções consultiva – através do esclarecimento de dúvidas e do exercício do papel de *amicus curiae*;<sup>29</sup> fomentadora – visando ao desenvolvimento do mercado de capitais; e normativa, bem como as atribuições de registrar, julgar, fiscalizar e sancionar os participantes do mercado de valores mobiliários.<sup>30</sup> A CVM projeta-se, assim, nos termos da lei, como autarquia competente para regulamentar as matérias relacionadas ao mercado de valores mobiliários,<sup>31</sup> fiscalizar as atividades e serviços desempenhados

no contexto deste mercado, bem como seus participantes, os valores ali negociados e as informações disponibilizadas; além de apurar e punir condutas fraudulentas nesse ambiente.<sup>32</sup> Sujeitam-se à CVM os emissores de valores mobiliários – em especial as companhias abertas –, seus administradores e acionistas controladores, bem como as demais instituições que atuam no mercado de capitais com os referidos valores mobiliários e os investidores que os adquirem.<sup>33</sup>

Foi justamente pensando na proteção destes investidores e no incentivo ao financiamento empresarial através do mercado de capitais<sup>34</sup> que o legislador fez constar no art. 19 da Lei 6.385/1976<sup>35</sup> a obrigatoriedade de registro, perante a CVM, de qualquer distribuição<sup>36</sup> pública<sup>37</sup> de valores

32. Arts. 5º a 14 da Lei 6.385/1976.

33. M. Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Artigos 1º a 74*. 2ª ed., vol. 1, São Paulo, Saraiva, 1997, p. 35.

34. L. P. P. Sica, “Os valores mobiliários e a oferta pública destes no Brasil”, in D. B. dos S. G. Araujo (org.), *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*, São Paulo, Saraiva, 2015, Capítulo 2, p. 61.

35. Conforme lembra Z. Barreto, o § 2º do art. 4º da Lei 6.404/1976 também estabelece a obrigatoriedade de registro das ofertas de valores mobiliários perante a CVM (*A Lei das S/A e as Leis do Novo Mercado de Capitais*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2003, p. 2).

36. De acordo com o art. 19 da Lei 6.385/1976, são consideradas atos de distribuição “a venda, a promessa de venda, a oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários”, desde que praticadas pelo emissor dos valores mobiliários, seus fundadores ou equiparados.

37. Conforme ressalta L. L. Cantidiano, com base no § 3º do art. 19 da Lei 6.385/1976, a distribuição de valores mobiliários é considerada pública quando há o emprego de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; a busca de investidores através de empregados, agentes ou corretores; a negociação em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público; ou a utilização de serviços públicos de comunicação (*Reforma da Lei das S.A. Comentada*, Rio de Janeiro, Renovar, 2002, pp. 30-31).

27. O. Yazbek, *Regulamentação do Mercado Financeiro e de Capitais*, cit., 2ª ed., p. 83.

28. N. Eizirik, “Os valores mobiliários na nova Lei das S/A”, *RDM* 124/75, São Paulo, outubro/2001.

29. Sobre o papel da CVM como *amicus curiae*, v.: A. Vidal Neto e C. Machado Filho, “A CVM como *amicus curiae*”, in M. R. Penteado, (coord.),  *Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, pp. 83-101.

30. M. E. F. da Rosa, “Regulação do mercado de capitais”, in J. B. de Palma e V. M. Prado (coords.), *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2014, pp. 18-19.

31. Ressalte-se que os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira (exceto as debêntures) continuam a fazer parte da esfera de competência do BACEN, não sendo considerados valores mobiliários, conforme o § 1º do art. 2º da Lei 6.385/1976.

mobiliários.<sup>38</sup> Este assunto será discutido mais detalhadamente no item 2.2.1, abaixo.

O poder regulamentar da CVM é exercido através de instruções, que consistem em atos normativos cujo objetivo é regulamentar o mercado de capitais.<sup>39</sup> As instruções que dizem respeito ao assunto deste artigo serão abordadas abaixo.

## 2.2 Regulamentação anterior à Instrução CVM-566/2016

### 2.2.1 Instrução CVM-400/2003

De acordo com N. Eizirik *et al.*, a oferta pública de valores mobiliários é a operação por meio da qual, mediante apelo ao público, os ofertantes (emissores ou titulares) colocam ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais. Por sua vez, os investidores subscrevem ou adquirem tais valores mobiliários, pagando uma quantia que será repassada ao ofertante e tornando-se titulares dos valores mobiliários objeto de oferta.<sup>40</sup>

A disciplina-padrão das ofertas públicas de valores mobiliários é estabelecida pela Instrução CVM-400/2003.<sup>41</sup> Como regra

geral, conforme fixado pela Lei 6.385/1976 e reiterado pelo art. 2º da Instrução CVM-400/2003, qualquer oferta pública<sup>42</sup> de distribuição de valores mobiliários no mercado

42. O art. 3º da Instrução CVM-400/2003 considera que a distribuição de valores mobiliários é pública quando utilizadas pessoas naturais ou jurídicas na procura de investidores; e quando é realizada consulta sobre a viabilidade da oferta ou coleta de intenções de investimento em desconformidade com a Instrução CVM-400/2003. Também caracteriza oferta pública de valores mobiliários o uso de formas de comunicação que visem a promover, junto ao público em geral, a subscrição ou alienação de valores mobiliários. Incluem-se nesta hipótese, especialmente, meios de comunicação de massa ou eletrônicos, como a rede mundial de computadores. Além disso, o artigo considera que há oferta pública quando são utilizados listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, direcionados ao público; e quando ocorre negociação voltada a subscritores ou adquirentes indeterminados, através de loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público. M. Carvalhosa sistematiza três critérios para a identificação de ofertas públicas: indeterminação dos destinatários, qualificação dos ofertados e disponibilidade de informações. O autor destaca que, por se tratar de questão instrumental, podem ser identificadas eventuais situações nebulosas. Assim, exemplifica que, no caso de serem visados investidores certos e determinados ou com alto grau de sofisticação, ainda que seja verificado o uso de listas ou boletins, ou a contratação de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (nos termos do art. 3º da Instrução CVM-400/2003), deve-se considerar a emissão privada. O mesmo deve ser feito se aos potenciais investidores for conferido acesso ao mesmo tipo de informação que seria fornecida como consequência do registro da oferta perante a CVM (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Artigos 1º a 74*, cit., 7ª ed., vol. 1, pp. 130-131). No mesmo sentido, N. Eizirik *et al.* entendem que para a classificação de uma oferta como pública ou privada deve-se ir além dos critérios legais objetivos, empreendendo uma interpretação teleológica que leve em conta, em especial, as características pessoais dos investidores. Neste sentido, a oferta pública seria aquela direcionada a destinatários indeterminados, de modo que, quando da oferta, qualquer pessoa pode aceitar a proposta, surgindo a individualidade apenas após a aceitação. Os autores acrescentam, ainda, que não faz sentido impor o registro de determinada oferta perante a CVM quando ficar demonstrado que os destinatários da oferta não precisam da proteção

38. Tratando-se de emissão pública, o § 4º do art. 19 da Lei 6.385/1976 estabelece que a colocação no mercado deve, obrigatoriamente, realizar-se através do sistema de distribuição de valores mobiliários. Conforme o art. 15 da mesma lei, o sistema mencionado é formado por instituições financeiras, Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros, entidades de mercado de balcão organizado, entre outros.

39. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, "Instruções", disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html> (acesso em 18.7.2017).

40. N. Eizirik *et al.*, *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, cit., 3ª ed., p. 139.

41. M. Carvalhosa declara que a Instrução CVM-400/2003 preocupa-se com a equidade dos destinatários da oferta, ao focar na ampla divulgação das informações necessárias. De acordo com o autor, tal instrução veio simplificar e desburocratizar o processo de registro das ofertas públicas no mercado brasileiro (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Artigos 1º a 74*, cit., 7ª ed., vol. 1, p. 131).

brasileiro, primário ou secundário,<sup>43</sup> deve ser submetida previamente a registro perante a CVM e intermediada por instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.<sup>44</sup>

M. E. F. Rosa explica que o sistema de registro junto à CVM é a base para a transparência do mercado, fornecendo aos investidores, na forma de informação, subsídio suficiente para a tomada de decisões de investimento. No âmbito desse sistema o ofertante de valores mobiliários ao público está obrigado a registrar a oferta previamente na CVM, devendo obter da autarquia autorização para realizar a operação. O desrespeito às normas que regem tal sistema, conforme

adicional da entidade, devido à sua sofisticação (*Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, cit., 3ª ed., pp. 151-156).

43. D. B. dos S. G. Araujo diferencia os segmentos primário e secundário do mercado de capitais: no mercado primário os participantes que necessitam de recursos financeiros emitem valores mobiliários que são disponibilizados ao público em geral, no âmbito de ofertas públicas de investimento ou participação; no mercado secundário, por outro lado, observa-se a livre circulação e negociação dos valores mobiliários na prática, em negócios que não envolvem os emissores dos valores mobiliários. Não há, pois, no mercado secundário repasse de recursos às sociedades emissoras (“Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórico da regulação brasileira”, cit., in D. B. dos S. G. de Araujo (org.), *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*, cit., p. 26). Assim, conforme ensinado por S. Kümpel, o mercado primário é o ambiente em que os valores mobiliários são disponibilizados para os investidores logo após a sua emissão. Por sua vez, o mercado secundário é o ambiente em que os valores mobiliários são revendidos pelos investidores que os adquiriram e, portanto, repassados a novos investidores (*Direito do Mercado de Capitais: do Ponto de Vista do Direito Europeu, Alemão e Brasileiro – Uma Introdução*, Rio de Janeiro, Renovar, 2007, pp. 67-74). R. Q. Mosquera declara que o contato entre o poupador e o tomador se materializa, efetivamente, no mercado primário, em que há a transferência direta de recursos ao ente necessitado e, portanto, o cumprimento da função econômica (*Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais*, 2ª ed., São Paulo, Dialética, 1999, p. 24).

44. § 2º do art. 3º da Instrução CVM-400/2003.

lembra a autora, é ato ilícito; passível, portanto, de punição.<sup>45</sup>

Assim, a obrigatoriedade de registro das ofertas públicas de valores mobiliários junto à CVM é meio essencial para fazer valer o *princípio da informação completa*, cuja essencialidade para o mercado de capitais é ressaltada por C. Salomão Filho. De acordo com ele, a ausência de proteção para o fluxo informacional leva à falta de estímulo para o investimento em valores mobiliários. O autor aponta que a apresentação de informações detalhadas, completas e inteligíveis,<sup>46</sup> apesar de vital, não é suficiente para a efetividade do princípio em questão: faz-se necessário, mais que isso, que o conteúdo esteja igualmente acessível a todos os participantes do mercado.<sup>47</sup> É justamente esse o objetivo central do registro prévio das operações junto à CVM, que exige, no art. 1º da Instrução CVM-400/2003, a divulgação equitativa, ampla, adequada e transparente, aos destinatários da oferta, de todas as informações necessárias para a decisão de investimento.<sup>48</sup>

Além dos requisitos para a disponibilização de informações, a Instrução CVM-400/2003 estabelece diversas normas de conduta que devem ser observadas pelos participantes das ofertas públicas de valores mobiliários, referentes à negociação de valores mobiliários de sua emissão, à realização

45. M. E. F. Rosa, “Regulação do mercado de capitais”, cit., in Juliana Bonacorsi de Palma e Viviane Muller Prado (coords.), *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*, p. 19.

46. O autor considera essencial a padronização das informações no mercado, por entender que ela facilita a compreensão das informações apresentadas.

47. C. Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 4ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2015, pp. 178-179.

48. B. Novo e C. R. Pereira Filho, “Uma tentativa de organização lógica da Instrução CVM-400, de 29 de dezembro de 2003”, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 71/1-20, São Paulo, janeiro-março/2016, p. 2 (a paginação da versão eletrônica difere daquela da versão impressa).

de outras operações no mercado de capitais e a manifestações na mídia sobre a própria oferta e sobre o emissor. É possível que a instituição ofertante de valores mobiliários obtenha dispensa de alguns dos requisitos impostos pela Instrução CVM-400/2003, conforme o art. 4º. Nesse caso, é necessária a formulação de pedido específico à CVM, o qual será analisado pelo colegiado da autarquia, a menos que haja disposição regulamentar expressa neste sentido.

Em relação às ofertas públicas de valores mobiliários de microempresas e empresas de pequeno porte<sup>49</sup> que não excedam 2,4 milhões de Reais a cada 12 meses, a Instrução CVM-400/2003 traz disposições específicas<sup>50</sup> no inciso III e no § 4º do seu art. 5º, no sentido de dispensar automaticamente tais ofertas de registro perante a CVM. Basta, para tanto, que a empresa comunique à entidade, previamente ao início da oferta, que pretende utilizar essa prerrogativa.<sup>51</sup>

### 2.2.2 Instrução CVM-476/2009

Além das ofertas públicas-padrão, realizadas nos termos da Instrução CVM-400/2003, os emissores de valores mobiliários podem realizar a distribuição pública por meio de ofertas com esforços restritos, disciplinadas pela Instrução CVM-476/2009. J. E. C. Queiroz ressalta que a referida instrução veio preencher uma lacuna na regulamentação dos valores mobiliários no Brasil.<sup>52</sup> V. C. Pereira Filho e T. Haensel enumeram como aspectos positivos do regime da Instrução CVM-476/2009: a redução de custos

de estruturação; a simplificação de procedimentos e requisitos, conferindo celeridade à operação; a inclusão, no mercado de valores mobiliários, de emissores até então incapazes de entrar; e a concessão de maior segurança ao emissor no que diz respeito à dispensa de registro junto à CVM.<sup>53</sup>

A instrução mencionada aplica-se apenas às ofertas públicas dos valores mobiliários expressamente citados no § 1º de seu art. 1º, dentre os quais notas promissórias, debêntures não conversíveis em (ou permutáveis por) ações e ações de emissores registrados perante a CVM na categoria “A”.<sup>54</sup> A grande vantagem das ofertas públicas de distribuição com esforços restritos reside no fato de elas estarem automaticamente dispensadas de registro perante a CVM, de modo que a autarquia exige apenas que o início e o encerramento da oferta sejam a ela comunicados.<sup>55</sup> Em contrapartida, existem algumas restrições para a negociação dos valores mobiliários.

As ofertas públicas realizadas nestes moldes destinam-se exclusivamente a investidores profissionais.<sup>56</sup> Estes, devido à natureza

53. V. C. Pereira Filho e T. Haensel, “A Instrução CVM-476 e as ofertas públicas com esforços restritos”, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/1-2, São Paulo, julho-setembro/2009 (a paginação da versão eletrônica difere daquela da versão impressa).

54. De acordo com o § 1º do art. 2º da Instrução CVM-480, de 7.12.2009, os emissores registrados perante a CVM na categoria “A” estão autorizados a negociar quaisquer valores mobiliários de sua emissão em mercados regulamentados. Note-se que a possibilidade de realização de ofertas públicas de ações com esforços restritos decorreu de alteração na Instrução CVM-476/2009, trazida pela Instrução CVM-551, de 25.9.2014.

55. Arts. 6º a 8º da Instrução CVM-476/2009.

56. Consideram-se investidores profissionais, de acordo com o art. 9º-A da Instrução CVM-539, de 13.11.2013: instituições financeiras e outras instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades de previdência complementar; pessoas naturais ou jurídicas com investimentos financeiros em montante superior a 10 milhões de Reais e que,

49. As definições de microempresa e empresa de pequeno porte serão expostas no item 3.1, abaixo.

50. Disposições incluídas pela Instrução CVM-482, de 5.4.2010.

51. § 5º do art. 5º da Instrução CVM-400/2003.

52. J. E. C. Queiroz, “Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais”, cit., *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 41/4.

restrita da oferta, não podem ser buscados através de quaisquer meios que caracterizem ofertas públicas de valores mobiliários nos termos da Lei 6.385/1976 e da Instrução CVM-400/2003. Além disso, no âmbito da distribuição podem ser procurados apenas 75 potenciais adquirentes, e os valores mobiliários podem ser subscritos ou adquiridos por até 50 investidores profissionais. O ofertante dos valores mobiliários não poderá realizar outra oferta pública com esforços restritos da mesma espécie de valores mobiliários, emitidos pela mesma instituição, pelo prazo de 4 meses contados da data do encerramento da oferta.

Por outro lado, assim como as ofertas registradas perante a CVM, as ofertas públicas com esforços restritos devem ser intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.<sup>57</sup> As normas de conduta mencionadas no item 2.2.1, acima, para ofertas públicas realizadas nos termos da Instrução CVM-400/2003 também se aplicam às ofertas conduzidas nos termos da Instrução CVM-476/2009.

N. Eizirik *et al.* declaram que as ofertas realizadas sob a regência da Instrução CVM-476/2009 podem se aproximar consideravelmente de colocações privadas, levando em conta características como a limitação de destinatários e a proibição do uso de meios de comunicação de massa. Na realidade, de acordo com os autores, os critérios normativos eleitos pela CVM são insuficientes para determinar se as operações conduzidas nesses moldes são públicas ou privadas.<sup>58</sup> Tal

adicionalmente, assinem termo próprio confirmando sua caracterização como investidores profissionais; fundos de investimento; clubes de investimento, com carteiras geridas por administradores de carteira de valores mobiliários devidamente autorizados pela CVM; agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, no tocante a seus próprios recursos; e investidores não residentes.

57. Arts. 2º e 9º da Instrução CVM-476/2009.

58. N. Eizirik *et al.*, *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, cit., 3ª ed., pp. 156-161.

definição, ainda que importante sob a ótica da Ciência Jurídica, pouco afeta a aplicação prática da norma. Dessa maneira, independentemente da classificação técnica que seja adotada, uma vez cumpridos os requisitos estabelecidos pela Instrução CVM-476/2009, estará a distribuição de valores mobiliários dispensada de registro perante a CVM.

### 2.2.3 Instrução CVM-134/1990 e Instrução CVM-155/1991

Conforme exposto acima, a Instrução CVM-134/1990 foi a primeira regra da CVM que dispôs sobre notas promissórias enquanto valores mobiliários. Tal instrução determinava que as notas promissórias, que conferem direito de crédito contra o emitente, poderiam ser ofertadas publicamente, e fixava seu valor nominal mínimo. Além disso, estipulava que as sociedades anônimas fechadas podiam emitir notas promissórias com prazo máximo de vencimento de 180 dias, ficando restritas as notas promissórias com vencimento máximo de 360 dias a sociedades anônimas abertas.

A emissão, a subscrição e a integralização obrigatoriamente deveriam ser realizadas no mesmo dia, com a integralização em moeda corrente e à vista. A liquidação, por sua vez, deveria ocorrer na data do vencimento. O resgate antecipado das notas promissórias era permitido, desde que com anuência expressa de seu titular, e o resgate parcial deveria ser realizado através de sorteio ou leilão. Qualquer tipo de resgate implicava a extinção dos títulos.

A Instrução CVM-134/1990 fixava, ainda, os requisitos para apresentação de pedido de distribuição de notas promissórias, bem como os prazos para análise do pedido e os itens que obrigatoriamente deveriam constar da deliberação societária que autorizasse a emissão de tais valores mobiliários. Ressalte-se que, de acordo com a referida instrução, a distribuição pública de notas

promissórias poderia ser realizada apenas após a concessão de registro pela CVM,<sup>59</sup> não havendo a possibilidade de oferta pública com esforços restritos ou qualquer outra hipótese de dispensa automática de registro. A apresentação de prospecto e anúncio de início da distribuição era obrigatória.

Neste contexto, a Instrução CVM-155/1991, posteriormente alterada pela Instrução CVM-429, de 22.3.2006, veio simplificar o procedimento de oferta pública de notas promissórias com valor acima de 500 mil Reais e na qual não fosse utilizado material publicitário, dispensando seus emissores e ofertantes das obrigações de apresentação de prospecto e publicação de anúncio de início da distribuição. Todavia, o registro da oferta pública perante a CVM continuava a ser obrigatório, permanecendo sua concessão como requisito para o início da distribuição. Por outro lado, no âmbito da Instrução CVM-155/1991 a negociação poderia ser realizada apenas em mercado de balcão organizado ou através de Bolsa de Valores, por meio de leilões especiais.<sup>60</sup>

As Instruções CVM-134/1990 e 155/1991 foram revogadas pela Instrução CVM-566/2015, que será analisada a seguir.

### 2.3 Instrução CVM-566/2015

Observando que, na prática, a distribuição de notas promissórias não seguia o procedimento estabelecido pela Instrução CVM-134/1990,<sup>61</sup> bem como visando a tornar mais claros os procedimentos que poderiam ser adotados nas ofertas públicas desses instrumentos, a CVM editou a Instrução

CVM-566/2015, que entrou em vigor em 1.10.2015. Esta instrução promoveu alterações significativas em relação aos valores mobiliários mencionados.

Foram mantidas algumas disposições até então vigentes, a exemplo da obrigatoriedade de subscrição e integralização de notas promissórias na data de emissão, com a integralização em moeda corrente e à vista; e da necessidade de liquidação destes valores mobiliários na data de vencimento. Todavia, a Instrução CVM-566/2015 trouxe mudanças relevantes e essenciais.

Atualmente não há mais distinção, em termos de prazo, entre notas promissórias emitidas por sociedades anônimas abertas ou fechadas, de modo que qualquer nota promissória pode apresentar prazo de vencimento de até 360 dias. Adicionalmente, se tais valores mobiliários forem objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos e contarem com a presença de um agente fiduciário<sup>62</sup> não haverá prazo máximo de vencimento.<sup>63</sup> Esta disposição tornou as notas promissórias passíveis de utilização para financiamentos de longo prazo. A importância da mudança em tela pode ser percebida se lembrarmos que, previamente a ela, L. L. Cantidiano se referia às notas promissórias diferenciando-as de ações e debêntures basicamente em função de seu prazo consideravelmente inferior.<sup>64</sup>

Outra alteração bastante relevante trazida pela Instrução CVM-566/2015 foi a autorização

59. Arts. 6º a 8º, 10 e 20 a 26 da Instrução CVM-134/1990.

60. Arts. 1º a 4º da Instrução CVM-155/1991.

61. De acordo com a CVM, de 1990 a 2014 nenhuma das ofertas públicas de notas promissórias realizadas envolveu prospecto (“Edital de Audiência Pública SDM n. 01/2015”, p. 2, disponível em [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2015/sdm0115.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0115.html), acesso em 18.7.2017).

62. Conforme manifestação da CVM, o agente fiduciário aqui mencionado não se confunde com o agente de notas comumente contratado em emissões de notas promissórias, devendo desempenhar funções semelhantes às realizadas pelos agentes fiduciários de debêntures. (“Relatório de Análise: Audiência Pública SDM-01/2015 – Processo CVM n. RJ 2014-13975, 31 de julho de 2015”, p. 8; disponível em [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2015/sdm0115.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0115.html) (acesso em 18.7.2017).

63. Arts. 3º e 5º da Instrução CVM-566/2015.

64. L. L. Cantidiano, *Direito Societário e Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, p. 119.



ção expressa à emissão de notas promissórias por sociedades limitadas, presente no art. 2º. Esta possibilidade é ratificada pela Instrução CVM-476/2009, que lista<sup>65</sup> as notas promissórias como valores mobiliários que podem ser ofertados publicamente com esforços restritos e, portanto, sem necessidade de registro da oferta e do emissor perante a CVM.<sup>66</sup>

Embora a emissão de notas promissórias por sociedades limitadas já fosse possível nos termos do art. 33 da Instrução CVM-480, de 7.12.2009,<sup>67</sup> esta condição não era de amplo conhecimento pelos participantes do mercado, de modo que muitas sociedades não consideravam estes valores mobiliários entre suas alternativas de financiamento para expansão. A contribuição da Instrução CVM-566/2015, nesse sentido, foi conferir clareza à matéria.

Em relação às ofertas públicas, as disposições da Instrução CVM-134/1990 e da Instrução CVM-155/1991 foram revogadas, e a nova instrução deixou claro que as notas promissórias seguirão a disciplina-padrão das ofertas públicas de valores mobiliários. Isto significa que, em regra, aplicam-se as disposições da Instrução CVM-400/2003 – com especial destaque para a dispensa de registro para micro e pequenas empresas, com o valor máximo de 2,4 milhões de Reais a cada 12 meses. A concessão de registro automático, antes prevista pela Instrução CVM-155/1991, foi incorporada à Instrução CVM-566/2015, com pequenas alterações.

65. Inciso I do § 1º do art. 1º da Instrução CVM-476/2009.

66. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Mercado de valores mobiliários brasileiro, Rio de Janeiro, 2013”, disponível em <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf> (acesso em 18.7.2017, pp. 11-12).

67. O artigo mencionado determina que instituições que emitirem exclusivamente notas promissórias e cédulas de crédito bancário para distribuição pública podem estar organizadas sob a forma de sociedades limitadas ou de sociedades anônimas.

Nos termos do art. 11 dessa instrução, as ofertas públicas com registro automático devem ser destinadas exclusivamente a investidores qualificados.<sup>68</sup> Nestas ofertas, o prospecto previsto na Instrução CVM-400/03 é substituído pela *lâmina de informações reduzidas*. A utilização de material publicitário continua a ser vedada; a publicação de anúncio de início da distribuição, por outro lado, diversamente do que ocorria na vigência da Instrução CVM-155/91, passa a ser obrigatória. Também é necessária a apresentação de todos os demais documentos e informações exigidos pela regulamentação referente a ofertas públicas, sendo vedado o pedido de dispensa de requisitos ali previstos.

A realização de oferta pública de notas promissórias com esforços restritos de distribuição, que já era prevista para estes valores mobiliários, continua a ser possível e, conforme mencionado acima, é um dos requisitos para a emissão de notas promissórias sem prazo máximo de vencimento.

Dessa maneira, o ofertante das notas promissórias poderá empregar o procedimento que considerar mais oportuno para distribuição destes valores mobiliários, desde que adequado ao público-alvo da oferta. Se pretender ofertar notas promissórias a investidores que não possam ser considerados qualificados ou profissionais, deverá, obrigatoriamente, utilizar o regime da Instrução

68. Consideram-se investidores qualificados, de acordo com o art. 9º-B da Instrução CVM-539/2013: investidores profissionais (mencionados no item 2.2.2, acima); pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; pessoas naturais aprovadas em exames de qualificação técnica ou que possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

CVM-400/03. Sendo os destinatários dos valores mobiliários investidores qualificados, o ofertante poderá escolher entre o rito da Instrução CVM-400/03 e aquele da Instrução CVM-566/15, com a obtenção de registro automático, desde que cumpridos os requisitos acima listados. Por fim, se a oferta for destinada a investidores profissionais, o ofertante poderá utilizar os regimes da Instrução CVM-400/03, da Instrução CVM-566/15 ou da Instrução CVM-476/09.<sup>69</sup> Este cenário está em linha com a orientação expressa pela CVM<sup>70</sup> e ressaltada por V. C. Pereira Filho e T. Haensel,<sup>71</sup> segundo a qual a exigência de registro é flexibilizada para investidores mais sofisticados, ou seja, mais capacitados para analisar as informações obtidas e os riscos envolvidos na operação. Essa circunstância, de acordo com a CVM, diminui a necessidade do registro.

A seguir, na segunda parte do artigo, serão analisadas as formas de financiamento de pequenas e médias empresas e as questões tocantes à realização de ofertas públicas de notas promissórias pelas referidas sociedades.

### **3. Parte II: financiamento das micro e pequenas empresas brasileiras**

#### *3.1 Definição de microempresas e empresas de pequeno porte*

No Brasil não há critérios uniformes para classificar as empresas de acordo com

69. W. Stuber, “Oferta pública de distribuição de notas promissórias”, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 71/3, São Paulo, outubro-dezembro/2015 (a paginação da versão eletrônica difere daquela da versão impressa).

70. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Edital de Audiência Pública n. 05/2008”, p. 1, disponível em [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2008/sdm0508.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0508.html) (acesso em 18.7.2017).

71. V. C. Pereira Filho e T. Haensel, “A Instrução CVM-476 e as ofertas públicas com esforços restritos”, cit., *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/3.

seu tamanho. O legislador preocupou-se em estabelecer parâmetros apenas para as empresas de pequeno porte, ao lado das microempresas, e para as empresas de grande porte, não mencionando as empresas de médio porte.

No caso das empresas de pequeno porte e das microempresas a legislação leva em conta a receita bruta, que engloba o resultado da venda de bens e serviços nas operações de conta própria, o preço dos serviços prestados a terceiros e o produto das operações em conta alheia, desconsiderados os descontos incondicionais aplicados e as vendas canceladas.

Nesse sentido, a Lei Complementar 123, de 14.12.2006, em seu art. 3º, classifica como empresas<sup>72</sup> de pequeno porte aquelas que auferem em cada ano-calendário receita bruta superior a 360 mil Reais e receita bruta máxima correspondente a 3,6 milhões de Reais. As empresas que auferem em cada ano-calendário receita bruta de até 360 mil Reais são microempresas. Ressalte-se que a lei em questão estabelece o SIMPLES Nacional, regime diferenciado que garante tratamento que favorece as micro e pequenas empresas nos campos tributário, trabalhista e previdenciário e de acesso ao crédito e ao mercado.<sup>73</sup>

Por sua vez, a Lei 11.638, de 28.12.2007, no parágrafo único do art. 3º, faz referência às sociedades de grande porte. De acordo com o artigo citado, é classificada como de grande porte a sociedade<sup>74</sup> que houver apresentado no exercício social anterior ativo total superior a 240 milhões de Reais ou receita bruta superior a 300 milhões de Reais.

72. A definição de *empresa* estabelecida pela Lei Complementar 123/2006 engloba sociedades empresárias, sociedades simples, empresas individuais de responsabilidade limitada e empresários.

73. Art. 1º da Lei Complementar 123/2006.

74. Ou o conjunto de sociedades sob controle comum.

Como mencionado pelo próprio dispositivo, a definição acima foi estabelecida pelo legislador apenas para fins de aplicação da Lei 11.638/2007. Todavia, diante da ausência de definição legal específica, sua adoção é útil para identificar as empresas de médio porte. Assim, de acordo com este parâmetro, conclui-se que são de médio porte aquelas empresas que auferiram no ano-calendário anterior receita bruta superior a 3,6 milhões de Reais e receita bruta máxima de 300 milhões de Reais.

O critério adotado pelo Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social/BNDES aproxima-se do legal, levando em conta a receita operacional bruta das instituições potencialmente beneficiárias de financiamentos.

Conforme o item 1 da Circular BNDES-11, de 5.3.2010, e o item 3.4 da Circular BNDES-34, de 6.9.2011,<sup>75</sup> as instituições que apresentam receita operacional bruta anual

inferior ou igual a 2,4 milhões de Reais são classificadas como microempresas. As pequenas empresas são aquelas instituições que apresentam receita operacional bruta anual superior a 2,4 milhões de Reais e inferior ou igual a 16 milhões de Reais; as médias empresas as que alcançam receita operacional bruta anual superior a 16 milhões de Reais e inferior ou igual a 90 milhões de Reais; e as médias-grandes empresas as que alcançam receita operacional bruta anual superior a 90 milhões de Reais e inferior ou igual a 300 milhões de Reais. As que possuem receita operacional bruta anual superior a 300 milhões de Reais são consideradas grandes empresas.

O Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas/SEBRAE,<sup>76</sup> por sua vez, não classifica as empresas com base na receita bruta anual, mas no número de pessoas ocupadas.<sup>77</sup> O quadro a seguir ilustra a classificação adotada para os setores da indústria e de comércio e serviços:

**QUADRO 1**  
**Classificação das Empresas de Acordo com o Número de Pessoas Ocupadas**

Classificação	Número de Pessoas Ocupadas	
	Setor Industrial	Setor de Comércio e Serviços
Microempresa	Até 19	Até 9
Pequena Empresa	20 a 99	10 a 49
Média Empresa	100 a 499	50 a 99
Grande Empresa	500 ou mais	100 ou mais

Fonte: SEBRAE, 2014.

No âmbito deste artigo será adotada definição baseada nos parâmetros legais

de receita bruta, sistematizada a seguir. Ressaltamos que serão abordadas, ao lon-

75. A Circular BNDES-11/2000 aplica-se no âmbito dos produtos BNDES Finame, BNDES Finame Agrícola e BNDES Finame *Leasing*, bem como dos programas que seguem sua sistemática operacional e do Produto Cartão BNDES. A Circular BNDES-34/2011, por sua vez, rege o produto BNDES Automático.

76. O SEBRAE é entidade associativa de direito privado que tem por objetivo fomentar o

desenvolvimento sustentável, a competitividade e o aperfeiçoamento técnico de microempresas e empresas de pequeno porte (SEBRAE, “Estatuto Social”, Disponível em <http://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Estatuto%20Social%20Sebrae.pdf> (acesso em 18.7.2017).

77. SEBRAE, “DIEESE. Anuário do Trabalho na Micro e Pequena Empresa 2014”, 2015, p. 17, disponível em [tps://www.sebrae.com.br/Sebrae/](https://www.sebrae.com.br/Sebrae/)

go do estudo, apenas as microempresas e empresas de pequeno porte.

### 3.2 *Formas de financiamento atualmente utilizadas e vantagens do mercado de capitais*

Não é à toa que L. L. Cantidiano elege o financiamento como um dos principais desafios enfrentados pelas empresas.<sup>78</sup> Apesar de o capital ser um componente indispensável para a organização das sociedades empresárias, os recursos necessários para sua criação bem como para o desenvolvimento de projetos, a inovação e o crescimento não raro mostram-se excessivamente onerosos ou, mesmo, indisponíveis no ambiente interno.<sup>79</sup> Isso torna necessária a busca por suporte financeiro fora da empresa.<sup>80</sup>

Os agentes do mercado brasileiro acessam recursos externos predominantemente através de operações bancárias. De acordo com os dados mais recentes divulgados pelo BACEN, em 2014 o crédito concedido por instituições financeiras a pessoas jurídicas alcançou 1.606 bilhões de Reais,<sup>81</sup> aumentando 9,6% frente ao montante de 1.464 bilhões de

Reais observado em 2013.<sup>82</sup> Enquanto isso, o volume de recursos captados via oferta pública de valores mobiliários no mercado de capitais em 2014 foi de apenas 110 bilhões de Reais,<sup>83</sup> diminuindo em relação ao valor de 132 bilhões de Reais observado em 2013.<sup>84</sup> Em 2016 o volume chegou a 90 bilhões de Reais.<sup>85</sup>

Este cenário mostra-se bastante problemático, tendo em vista que as condições dos financiamentos obtidos junto às instituições financeiras costumam ser desfavoráveis. Conforme aponta C. A. Rocca, o acesso a recursos em termos mais benéficos é privilégio de um pequeno grupo, constituído por empresas multinacionais e poucas grandes sociedades brasileiras.<sup>86</sup>

No âmbito das micro e pequenas empresas o contexto geral é reproduzido, e a busca por recursos junto a instituições financeiras mostra-se uma alternativa frequentemente utilizada. Segundo dados do SEBRAE, cerca de 63% das empresas de pequeno porte e 45% das microempresas já recorreram a operações bancárias para financiamento.<sup>87</sup>

82. Brasil, Banco Central do Brasil, “Relatório de economia bancária e crédito 2013”, pp. 5-6, disponível em [https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/rebc\\_2013.pdf](https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/rebc_2013.pdf) (acesso em 18.7.2017).

83. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Boletim de mercado n. 15 (janeiro de 2015)”, disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/Boletim-de-Mercado\\_15\\_201501.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/Boletim-de-Mercado_15_201501.pdf) (acesso em 18.7.2017).

84. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Boletim de mercado n. 3 (janeiro de 2014)”, disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/Boletim-de-Mercado\\_03\\_201401.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/Boletim-de-Mercado_03_201401.pdf) (acesso em 18.7.2017).

85. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Boletim de mercado n. 39 (janeiro de 2017)”, disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado\\_39\\_201701.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_39_201701.pdf) (acesso em 18.7.2017).

86. C. A. Rocca, *Soluções para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro*, Rio de Janeiro, José Olympio, 2001, p. 27.

87. SEBRAE, “O financiamento dos pequenos negócios no Brasil. 2014”, p. 5, disponível em [http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS\\_](http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_)

*Portal%20Sebrae/Anexos/Anuario-do%20trabalho-na%20micro-e-pequena%20empresa-2014.pdf* (acesso em 18.7.2017).

78. L. L. Cantidiano, “Prefácio”, cit., in L. L. Cantidiano e Rodrigo Corrêa (orgs.), *Governança Corporativa: Empresas Transparentes na Sociedade de Capitais*, p. 7.

79. A. F. Andrezo e I. S. Lima, *Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos*, 3ª ed., São Paulo, Atlas, 2007, pp. 4-8.

80. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Edital de Audiência Pública n. 05/2008”, cit., p. 13, disponível em [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2008/sdm0508.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0508.html) (acesso em 18.7.2017).

81. Brasil, Banco Central do Brasil, “Relatório de economia bancária e crédito 2014”, pp. 7-8, disponível em [http://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/rebc\\_2014.pdf](http://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/rebc_2014.pdf) (acesso em 18.7.2017).

Contudo, a obtenção de empréstimos bancários nem sempre é simples. Numa economia tão dependente desta forma de financiamento, as constantes dificuldades de acesso ao crédito de instituições financeiras e os altos custos de sua concessão funcionam como uma limitação relevante ao crescimento das empresas. No caso das pequenas e médias este cenário é ainda mais grave. Isso porque elas se encontram em um estágio de existência ascendente, o qual, naturalmente, já demanda recursos superiores à sua capacidade de produzi-los.<sup>88</sup>

É nesse contexto que a dificuldade de acesso ao crédito pelas micro e pequenas empresas é apontada como um dos grandes entraves ao seu crescimento.<sup>89</sup> No período entre abril e setembro/2016, 27% das microempresas e empresas de pequeno porte que tentaram obter empréstimos tiveram seus pedidos negados.<sup>90</sup> Em maio/2017, 9,8% dos

*CHRONUS/bds/bds.nsf/76ac93f03bc955d91939b0896644c743/\$File/5138.pdf* (acesso em 18.7.2017).

88. D. Soledade *et al.*, “Fundos de empresas emergentes: novas perspectivas de capitalização para as pequenas e médias empresas”, *Revista do BNDES* 3/24-25, n. 6, Rio de Janeiro, dezembro/1996, disponível em <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/868> (acesso em 18.7.2017).

89. T. M. Cruz, “A pequena empresa e o desafio de crescer”, dissertação (Mestrado), São Paulo, Fundação Getúlio Vargas/Escola de Administração de Empresas de São Paulo, 2003, 67 fls., p. 30, disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/5573/1200302806.pdf?sequence=1> (acesso em 18.7.2017). Sobre o assunto, v. relatório do SEBRAE, de acordo com o qual 45,8% dos ex-empresários entrevistados declararam que a falta de capital de giro foi o fator crucial para a extinção de sua empresa (“Fatores condicionantes e taxa de mortalidade de empresas no Brasil: relatório de pesquisa”, 2004, p. 20, disponível em [http://www.wdigital.com.br/mba/estrategia/relatorio\\_pesquisa\\_mortalidade\\_minas.pdf](http://www.wdigital.com.br/mba/estrategia/relatorio_pesquisa_mortalidade_minas.pdf) (acesso em 18.7.2017).

90. SEBRAE, “Checon pesquisa. Financiamento dos pequenos negócios: Pesquisa quantitativa”, outubro/2016, p. 20, disponível em [http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS\\_CHRONUS/bds/bds.nsf/0840ef9d054d15adc34bd614dc2826cd/\\$File/7452.pdf](http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.nsf/0840ef9d054d15adc34bd614dc2826cd/$File/7452.pdf) (acesso em 18.7.2017).

micro e pequenos empresários brasileiros decidiram não realizar novos investimentos em seus negócios devido à falta de crédito.<sup>91</sup>

Este cenário decorre do alto grau de risco das instituições em questão, expresso em fatores como a inconstância de lucratividade, índices de sobrevivência oscilantes e a ausência de um padrão de crescimento,<sup>92</sup> bem como a falta de um histórico consistente que evidencie sua capacidade de pagamento e a pouca liquidez<sup>93</sup> ou, mesmo, a insuficiência de seus ativos para o fornecimento de garantias reais.<sup>94</sup>

Não bastasse isso, o crédito obtido com tanta dificuldade pelas empresas de

91. De acordo com dados do Sistema CNDL (“Indicador de demanda por crédito e investimento do micro e pequeno empresário”, maio/2017, p. 2, disponível em <https://www.spcbrasil.org.br/impressa/indices-economicos> (acesso em 17.7.2017)). O Sistema CNDL é formado pela Confederação Nacional de Dirigentes Lojistas/CNDL, entidade que representa o varejo em escala nacional e busca, dentre outras finalidades, defender os interesses dos lojistas e demais empresários, e em especial das micro e pequenas empresas; pelas Federações das Câmaras dos Dirigentes Lojistas/FCDLs, responsáveis pela representação em âmbito estadual; pelas Câmaras de Dirigentes Lojistas/CDLs, a quem cabe a representação no âmbito municipal; pela CDL Jovem, cujo foco é o desenvolvimento de jovens empresários lojistas; e pelo Serviço Nacional de Proteção ao Crédito/SPC Brasil, que consiste num órgão administrativa e financeiramente independente que presta serviços de processamento de banco de dados – inclusive para terceiros não lojistas (“O Sistema CNDL”, disponível em <http://cdls.org.br/institucional/sistema-cndl>, acesso em 17.7.2017).

92. A. L. Viol e J. J. Rodrigues, “Tratamento tributário da micro e pequena empresa no Brasil”, Brasília, 2000, pp. 15-16, disponível em <http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/estudos-diversos/tratamento-tributario-da-micro-e-pequena-empresa> (acesso em 18.7.2017).

93. C. Pavani, *O Capital de Risco no Brasil*, Rio de Janeiro, E-papers, 2003, pp. 16-17.

94. D. Soledade *et al.*, “Fundos de empresas emergentes: novas perspectivas de capitalização para as pequenas e médias empresas”, cit., *Revista do BNDES* 3/25.

menor porte geralmente se limita a curto e médio prazos,<sup>95</sup> além de costumar ter um custo superior ao crédito concedido às demais empresas, como reflexo dos maiores riscos assumidos pela instituição financeira que o fornece.<sup>96</sup> Em razão disso, de acordo com estudo conduzido pela Corporação Financeira Internacional/CFI,<sup>97</sup> mais de 70% das microempresas brasileiras dispõem de mecanismos de financiamento insuficientes ou, mesmo, não têm acesso a qualquer forma de financiamento.<sup>98</sup> Nesse cenário, micro e pequenas empresas adiam planos de expansão para garantir a sobrevivência com base exclusivamente na poupança dos sócios. E, quando nem esse objetivo é alcançado, muitas sociedades extinguem-se após um breve período de funcionamento.<sup>99</sup>

95. J. R. Securato e J. C. Securato (coords.), *Mercado Financeiro: Conceitos, Cálculo e Análise de Investimento*, 3ª ed. São Paulo, Saint Paul, 2009, p. 117.

96. A. L. Viol e J. J. Rodrigues, “Tratamento tributário da micro e pequena empresa no Brasil”, cit., Brasília, 2000, pp. 15-16, disponível em <http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/estudos-diversos/tratamento-tributario-da-micro-e-pequena-empresa> (acesso em 18.7.2017).

97. A Corporação Financeira Internacional/CFI (*International Finance Corporation/IFC*) é uma organização internacional integrante do Grupo Banco Mundial (*The World Bank*), que atua com foco no desenvolvimento, direcionado ao setor privado. Oferece serviços diversos, como financiamento, consultoria e gestão de ativos. Para mais informações, v.: Corporação Financeira Internacional, “Sobre a IFC”, disponível em [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/about+ifc\\_new/aboutifc-portuguese](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/about+ifc_new/aboutifc-portuguese) (acesso em 18.7.2017).

98. Corporação Financeira Internacional, “Access to credit among micro, small, and medium enterprises”, 2013, p. 2, disponível em <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/1f2c968041689903950bb79e78015671/AccessCreditMSME-Brochure-Final.pdf?MOD=AJPERES> (acesso em 18.7.2017).

99. L. L. Cantidiano, “Prefácio”, cit., in L. L. Cantidiano e Rodrigo Corrêa (orgs.), *Governança Corporativa: Empresas Transparentes na Sociedade de Capitais*, p. 7.

Estes dados tornam-se bastante alarmantes quando se observa a representatividade das microempresas e empresas de pequeno porte no cenário econômico brasileiro. Atualmente, 93,6% dos estabelecimentos nacionais são empresas de micro e pequeno porte, cujo faturamento total representa aproximadamente 9,1 bilhões de Reais,<sup>100</sup> o correspondente a 14,58% do Produto Interno Bruto/PIB brasileiro de 2016.<sup>101</sup>

Nesse contexto, o mercado de capitais surge como alternativa para o financiamento destas empresas enquanto fator essencial para seu crescimento. Ao concretizar a aproximação entre agentes com características opostas e operacionalizar o fluxo direto dos recursos financeiros disponíveis dos poupadores aos investidores,<sup>102</sup> canalizando os recursos da sociedade para as atividades econômicas,<sup>103</sup> o mercado de capitais favorece a eficiência na distribuição de recursos. Este ambiente é, assim, capaz de possibilitar a canalização de recursos no sentido das micro e pequenas empresas brasileiras.

Estas, por sua vez, têm a oportunidade de estruturar os instrumentos de *equity* (participação societária) e dívidas que melhor atendam às suas necessidades de captação, com características, volume e custos ade-

100. Dados de faturamento referentes apenas às microempresas e empresas de pequeno porte aderentes ao SIMPLES Nacional. (Instituto Brasileiro de Planejamento e Tributação, “Estatísticas”, disponível em <https://www.empresometro.com.br/Home/Estatisticas> (acesso em 18.7.2017).

101. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, “Indicadores IBGE: contas nacionais trimestrais – Indicadores de volume e valores correntes. Outubro a dezembro de 2016”, p. 4, disponível em [ftp://ftp.ibge.gov.br/Contas\\_Nacionais/Contas\\_Nacionais\\_Trimestrais/Fasciculo\\_Indicadores\\_IBGE/pib-vol-val\\_201604caderno.pdf](ftp://ftp.ibge.gov.br/Contas_Nacionais/Contas_Nacionais_Trimestrais/Fasciculo_Indicadores_IBGE/pib-vol-val_201604caderno.pdf) (acesso em 18.7.2017).

102. R. Q. Mosquera, *Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais*, cit., 2ª ed., p. 22.

103. O. Nogami e C. R. M. Passos, *Princípios de Economia*, 7ª ed.. São Paulo, Cengage Learning, 2016, p. 487.

quados ao seu planejamento,<sup>104</sup> e, especialmente, emitir instrumentos de longo prazo, já que a negociação no mercado secundário fornece liquidez aos valores mobiliários.<sup>105</sup> Dessa maneira, ainda que os instrumentos ofertados apresentem prazos de vencimento estendidos, a possibilidade de sua negociação no mercado secundário garante que os poupadores de recursos fiquem livres para alienar os valores mobiliários por eles adquiridos quando desejarem, de acordo com sua conveniência,<sup>106</sup> liquidando os investimentos inicialmente realizados e promovendo o retorno do capital investido ao poupador original.<sup>107</sup> Esta liberdade consiste em um dos atrativos do mercado de valores mobiliários para os investidores. Conseqüentemente, o mercado secundário torna-se essencial para os emissores, apesar de não abrigar fluxos de recursos a eles direcionados.<sup>108</sup>

Por meio do mercado de capitais, portanto, as empresas conseguem obter recursos em volume expressivo por prazos longos, concretizando projetos de expansão, sem que os investidores precisem comprometer seus recursos pelo mesmo período.<sup>109</sup> Não é à toa que a presença de valores mobiliários

ofertados no mercado de capitais na estrutura de capital das microempresas e empresas de pequeno porte, em proporção relevante, é considerada um fator fomentador da sustentabilidade financeira de tais empresas.<sup>110</sup>

Ademais, o fato de o mercado de capitais ser tão pouco utilizado para o acesso de recursos por empresas no Brasil mostra que existe um grande espaço para crescimento desse ambiente como alternativa para o financiamento na esfera empresarial brasileira.

### 3.3 *Financiamento de microempresas e empresas de pequeno porte através de notas promissórias*

Diante do exposto, a realização de ofertas públicas de notas promissórias nos termos da Instrução CVM-566/2015 mostra-se uma alternativa interessante para a obtenção de recursos pelas micro e pequenas empresas no Brasil. A aplicação da instrução mencionada neste contexto está perfeitamente em linha com os objetivos do legislador brasileiro, que se preocupou em incentivar o desenvolvimento das pequenas empresas. Neste sentido, a Constituição Federal traz como princípio o tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte nacionais.<sup>111</sup> O Código Civil, por sua vez, assegura que a elas sejam

104. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Boletim de mercado n. 39 (janeiro de 2017)”, cit., p. 20, disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado\\_39\\_201701.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_39_201701.pdf) (acesso em 18.7.2017).

105. J. R. Securato e J. C. Securato (coords.), *Mercado Financeiro: Conceitos, Cálculo e Análise de Investimento*, cit., 3ª ed., p. 135.

106. N. Eizirik et al., *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, cit., 3ª ed., p. 10.

107. R. Q. Mosquera, *Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais*, cit., 2ª ed., p. 24.

108. D. B. dos S. G. Araujo, “Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórico da regulação brasileira”, cit., in Danilo Borges dos Santos Gomes de Araujo (org.), *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*, p. 27.

109. J. R. Securato e J. C. Securato (coords.), *Mercado Financeiro: Conceitos, Cálculo e Análise de Investimento*, cit., 3ª ed., p. 135.

110. J. P. Esperança, “Estratégia de mercado de capitais para PMEs brasileiras: diálogo sobre empreendedorismo e competitividade para PMEs entre o Brasil e a União Europeia (PMEE – 004)”, Brasília, Brasil Maior, 2013, p. 29, disponível em [http://sectordialogues.org/sites/default/files/acoes/documentos/pmee04\\_-\\_perito\\_-\\_produto\\_final.pdf](http://sectordialogues.org/sites/default/files/acoes/documentos/pmee04_-_perito_-_produto_final.pdf) (acesso em 18.7.2017).

111. Conforme o art. 170 da CF: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...); IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País”.

aplicadas normas jurídicas diferenciadas e simplificadas.<sup>112</sup>

Pode-se considerar que as notas promissórias com os contornos dados pela Instrução CVM-566/2015 se tornaram instrumentos muito mais atrativos ao financiamento de entidades enquadradas nestas categorias. Suavizados muitos dos limites aos quais elas estavam sujeitas, tais valores mobiliários tornaram-se um meio útil de financiamento para microempresas e empresas de pequeno porte, inclusive a longo prazo – desde que sejam objeto de oferta pública com esforços restritos de distribuição e ocorra a contratação de agente fiduciário. Podem, assim, consistir em importantes ferramentas para o crescimento destas instituições através do mercado de capitais.

Particularmente importante é a possibilidade expressa de emissão de notas promissórias por sociedades limitadas, contida na referida instrução, considerando-se que a maior parte das empresas no Brasil assume este tipo societário. Dentre as 5.716.519 pessoas jurídicas empresárias existentes no Brasil em fevereiro/2017, a sociedade limitada era, indiscutivelmente, a forma de organização mais encontrada, com 5.530.531 representantes, o que correspondia a 96,74% do total de pessoas jurídicas empresárias brasileiras. A sociedade anônima correspondia a apenas 2,61% deste total, com 149.391 empresas organizadas sob essa forma.<sup>113</sup>

A organização societária sob a forma de sociedade limitada é especialmente comum no caso das microempresas e empresas de pequeno porte, estando intimamente relacionada ao próprio surgimento da sociedade

limitada.<sup>114</sup> Dessa maneira, a previsão expressa do art. 2º da Instrução CVM-566/2015 no sentido de ser possível a emissão de notas promissórias por sociedades limitadas certamente aumenta o alcance da regra, incentivando sua utilização por um grupo que compreende a maior parte das empresas atualmente registradas no Brasil.

Por outro lado, para emissores registrados perante a CVM a estipulação da realização de oferta pública com registro automático, agora formalizada na Instrução CVM-566/2015, surge como uma alternativa à limitação de valor da dispensa de registro do inciso III e do § 4º do art. 5º da Instrução CVM-400/2003 e à restrição ao número de investidores e à sua profissionalização característicos da Instrução CVM-476/2009.

Verifica-se, portanto, que a edição da Instrução CVM-566/2015 foi bastante oportuna. A disciplina das notas promissórias pela CVM, baseada em instruções editadas há mais de 20 anos, necessitava da atualização e da clarificação trazidas, bem como da padronização instituída.

A alteração normativa, dessa forma, coaduna-se com o movimento natural do mercado de capitais brasileiro, mencionado por A. Lamy Filho. De acordo com o autor, no processo de desenvolvimento do mercado é essencial ouvir as exigências de seus participantes, que devem ser atendidas por meio do aperfeiçoamento do arcabouço legal e regulamentar. Segundo ele, a imobilidade das autoridades com competência normativa, longe de atrapalhar o movimento da atividade econômica, gera a obsolescência das normas em vigor.<sup>115</sup>

112. Nos termos do art. 970 do CC: “A lei assegurará tratamento favorecido, diferenciado e simplificado ao empresário rural e ao pequeno empresário, quanto à inscrição e aos efeitos daí decorrentes”.

113. Instituto Brasileiro de Planejamento e Tributação, “Estatísticas”, cit., disponível em <https://www.empresometro.com.br/Home/Estatisticas> (acesso em 18.7.2017).

114. H. M. D. Verçosa, *Curso de Direito Comercial: Teoria Geral das Sociedades – As Sociedades em Espécie do Código Civil*, vol. 2, São Paulo, Malheiros Editores, 2006, p. 292.

115. A. Lamy Filho, “A empresa, os minoritários e o mercado de capitais”, *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* 3/53, n. 9, São Paulo, julho-setembro/2000.



É verdade que existe no cenário nacional uma tradição cultural de recorrer aos bancos, não apenas como fonte principal de recursos financeiros, mas também como alternativa central de investimentos. Do lado dos tomadores de crédito, análise elaborada por entidades do Sistema CNDL identifica não só uma tendência à utilização de recursos bancários, mas uma efetiva barreira cultural entre as microempresas e empresas de pequeno porte e quaisquer alternativas de financiamento. De acordo com o estudo, tais sociedades muitas vezes não enxergam o crédito como ferramenta de expansão. Aquelas que o fazem acreditam que o processo pode ser excessivamente demorado, complicado e custoso, e acabam restringindo-se a utilizar os recursos do próprio empresário.

Sob a perspectiva dos poupadores, 60,8% dos cidadãos concentram seus valores excedentes junto às instituições financeiras, por meio da poupança. Além disso, 30,6% investem em previdência privada, fundos de investimento, CDB e LCI, que também costumam ser oferecidos por estas instituições. Neste sentido, 17,9% dos investidores que alocam recursos em previdência privada, 43,2% dos que adquirem cotas de fundos de investimento e 27,9% dos que possuem CDBs concentraram recursos em tais modalidades de investimento como resultado de indicação do gerente da instituição financeira.<sup>116</sup> Verifica-se, portanto, uma preponderância absoluta de investimentos bancários no mercado brasileiro. Tendo em vista este ambiente cultural, é natural que a atuação no mercado de capitais seja frequentemente vista – tanto por empresas quanto por investidores – como mais burocrática e complexa, além de mais arriscada.

A escassez de informações faz com que 58,1% dos poupadores brasileiros se

considerem inaptos para escolher uma boa opção de investimento.<sup>117</sup> A realidade é que o cidadão e as micro e pequenas empresas do Brasil consideram o mercado de capitais excessivamente complexo e confuso, e acabam optando por buscar ou manter seus recursos junto às instituições financeiras, por se sentirem mais seguros. No caso das empresas também é comum a utilização apenas de recursos dos sócios.

Justamente nesse contexto, a edição da Instrução CVM-566/2015 mostra-se uma ótima oportunidade para modificar o senso comum. Os procedimentos estabelecidos tornam, de fato, possível e vantajoso utilizar as notas promissórias enquanto instrumentos de investimento, de um lado, e como forma de captação de recursos para crescimento, de outro. Conferem, assim, segurança adicional na negociação destes valores mobiliários. Trata-se, pois, de um necessário primeiro passo para o desenvolvimento do mercado de ofertas públicas de notas promissórias no Brasil.

Ressalte-se, contudo, que a modernização das normas aplicáveis, verificada com a atuação da CVM em sua função normativa, não é suficiente para operar uma mudança tão relevante no mercado nacional. Para tanto faz-se essencial a divulgação do novo cenário para as empresas que necessitam captar recursos e para os investidores que desejam aplicar sua poupança e receber rendimentos. Levando-se em conta os resultados da pesquisa acima analisada, as entidades do Sistema CNDL ressaltam a importância de políticas que informem e orientem as micro e pequenas empresas acerca do processo de contratação de crédito e de seus possíveis empregos.<sup>118</sup> Dessa forma, a continuidade da atuação da CVM, agora por meio de suas funções consultiva e fomentadora, faz-se necessária para que a nova regra seja efetivamente utilizada.

116. Sistema CNDL, “Educação financeira: investimentos. 2017”, pp. 2-8, disponível em <https://www.spcbrasil.org.br/pesquisas/pesquisa/2486> (acesso em 17.7.2017).

117. Idem, *ibidem*.

118. Idem, p. 5.

De acordo com M. E. F. da Rosa, a função consultiva da CVM<sup>119</sup> concretiza-se por meio do esclarecimento de dúvidas dos participantes do mercado.<sup>120</sup> Para M. da G. F. de A. Prado tal função vai além, apresentando caráter eminentemente educativo. A autora ressalta a atuação da Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores/SOI e o Programa de Orientação e Defesa do Investidor/Prodin, bem como o Comitê Consultivo de Educação, criado pela Deliberação CVM-498, de 24.1.2006; a Semana Nacional de Educação Financeira; e a educação financeira em instituições de ensino médio.<sup>121</sup> Por sua vez, a função de fomento da CVM<sup>122</sup> consiste na atuação no sentido de desenvolver<sup>123</sup> o mercado de capitais.<sup>124</sup>

O exercício das duas funções mencionadas pela CVM encontra-se previsto no seu Planejamento Estratégico, que ressalta o caráter instrumental da educação financeira no desenvolvimento do mercado de capitais; estabelecendo, inclusive, a possibilidade de cooperação com entidades nacionais e internacionais para garantir maior aproveitamento

119. A função consultiva da CVM está mencionada no art. 13 da Lei 6.385/1976.

120. M. E. F. da Rosa, “Regulação do mercado de capitais”, cit., in Juliana Bonacorsi de Palma e Viviane Muller Prado (coords.), *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*, pp. 18-19.

121. M. da G. F. de A. Prado, “Artigo 13”, in G. Codorniz e L. Patella (coords.), *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/1976*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, pp. 318-331.

122. O art. 4º da Lei 6.385/1976 dispõe sobre a função de fomento da CVM.

123. M. E. F. da Rosa, “Regulação do mercado de capitais”, cit., in Juliana Bonacorsi de Palma e Viviane Muller Prado (coords.), *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*, p. 19.

124. Análise detalhada das atribuições listadas no art. 4º da Lei 6.385/1976 pode ser verificada em S. C. N. Cerezetti, “Artigo 4º”, in G. Codorniz e L. Patella (coords.), *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/1976*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, pp. 115-131.

das atividades educacionais. O documento também ressalta o desenvolvimento do mercado de capitais como mandato da autarquia.

Dentre seus objetivos, o Planejamento Estratégico elenca a obtenção de um papel de liderança na educação financeira, bem como a produção de subsídios para decisões estratégicas e operacionais, por meio de pesquisas, análises e conhecimento. Tem-se, ainda, a fixação de uma Política de Comunicação pela CVM, a qual engloba comunicados internos, boletins informativos, palestras, reuniões e *workshops*, bem como comunicados ao mercado e à imprensa.<sup>125</sup>

#### 4. Conclusão

O mercado de capitais é alternativa pouco utilizada pelas empresas brasileiras. Em seu processo de expansão, é natural que tais empresas necessitem de recursos para concretizar projetos e realizar investimentos. O contexto cultural brasileiro inegavelmente projeta-se como uma dificuldade relevante para o desenvolvimento do mercado de notas promissórias ofertadas publicamente.

Conforme mencionado acima, identifica-se no cenário nacional uma barreira cultural entre as microempresas e empresas de pequeno porte e quaisquer alternativas de financiamento. Estas sociedades frequentemente restringem-se ao uso dos recursos próprios de seus sócios, por considerarem o processo de obtenção de recursos excessivamente complexo e demorado. E, quando buscam recursos externos, fazem-no quase exclusivamente por meio das instituições financeiras.

Esta forma de financiamento, porém, mostra-se pouco adequada: o capital obtido

125. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Planejamento Estratégico: construindo a CVM de 2023”, pp. 15-39, disponível em [http://www.cvm.gov.br/menu/aceso\\_informacao/planos/estrategico/estrategico.html](http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/planos/estrategico/estrategico.html) (acesso em 17.7.2017).

por meio de instituições financeiras nem sempre é de fácil acesso e frequentemente apresenta como contrapartida um alto custo. Considerando a alta demanda de capital para o crescimento acentuado requerido pelo estágio de desenvolvimento de micro e pequenas empresas, aliada ao alto grau de risco que elas representam – expresso pela escassez de garantias às instituições financeiras, pela inconstância de lucratividade e pela ausência de um histórico consistente, entre outros fatores –, a dificuldade de acesso a recursos transforma-se em um dos principais entraves ao seu crescimento. Além disso, os recursos arduamente obtidos costumam estar disponíveis apenas por um prazo curto ou médio.

É nesse contexto que a maior parte das microempresas e empresas de pequeno porte brasileiras se vê restrita a mecanismos insuficientes ou, mesmo, inexistentes de obtenção de recursos em seu processo de expansão. Não é incomum, inclusive, que a expansão nem chegue a ocorrer.

O fator cultural também desempenha papel relevante do lado do público investidor. Os instrumentos bancários representam quase a totalidade dos investimentos realizados por cidadãos brasileiros, que ainda estão sujeitos a uma grande influência das instituições financeiras. Além disso, tais investidores não se sentem adequadamente capacitados para realizar uma escolha proveitosa sobre a alocação do seu capital.

Tendo em vista este cenário, é natural que a atuação no mercado de capitais seja frequentemente vista – tanto por empresas quanto por investidores – como mais burocrática e confusa, além de mais arriscada. E, de fato, o cidadão e as micro e pequenas empresas do Brasil consideram o mercado de capitais excessivamente nebuloso e complexo, e acabam optando por buscar ou manter seus recursos junto às instituições financeiras, por se sentirem mais seguros.

Diante do exposto, o mercado de capitais surge como uma opção interessante e ainda pouco explorada para o financiamen-

to das empresas em questão. A edição da Instrução CVM-566/2015 colocou as notas promissórias em evidência no âmbito desse mercado, e mostra-se uma ótima oportunidade para modificar o senso comum. Trata-se, pois, de um relevante primeiro passo para o desenvolvimento do mercado de notas promissórias ofertadas publicamente no Brasil.

Certamente, um grande avanço da Instrução CVM-566/2015 em direção às micro e pequenas empresas foi a formalização da autorização para ofertas públicas de notas promissórias por sociedades limitadas. Além disso, como consequência das alterações promovidas pela instrução mencionada, atualmente as notas promissórias podem ser utilizadas como instrumentos de financiamento em longo prazo – desde que ofertadas nos termos da Instrução CVM-476/2009, com a contratação de um agente fiduciário.

Diante de todo o exposto, conclui-se que as notas promissórias ofertadas publicamente, nos termos da regulamentação atual, consistem numa alternativa interessante para a obtenção de recursos por micro e pequenas empresas. A edição da Instrução CVM-566/2015 mostrou-se bastante útil e extremamente necessária, considerando que as normas sobre o assunto estavam em vigor há mais de 20 anos. A disciplina atual das notas promissórias pela CVM tem potencial para encorajar os participantes do mercado, em especial microempresas e empresas de pequeno porte, a considerar esses valores mobiliários como alternativa de financiamento para o seu crescimento.

Ressalte-se, contudo, que a modernização das normas aplicáveis, isolada, não é suficiente para operar uma mudança tão relevante no mercado nacional. Para tanto, faz-se essencial a conscientização das empresas que necessitam captar recursos e dos investidores que desejam aplicar sua poupança e receber rendimentos. Dessa forma, a continuidade da atuação da CVM, por meio de suas funções consultiva e fomentadora, faz-se necessária para que a nova regra seja efetivamente uti-

lizada. São essenciais, portanto, políticas que informem e orientem as micro e pequenas empresas acerca do processo de contratação de crédito e de seus possíveis empregos; bem como levem ao público investidor conhecimento sobre o processo e as vantagens de utilizar as ofertas públicas de notas promissórias como alternativa de financiamento.

### **Bibliografia**

- ANDREZO, Andrea Fernandes, e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos*. 3ª ed. São Paulo, Atlas, 2007.
- ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. “Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórico da regulação brasileira”. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo, Saraiva, 2015.
- . (org.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo, Saraiva, 2015.
- BARRETO, Zacarias. *A Lei das S/A e as Leis do Novo Mercado de Capitais*. São Paulo, Juarez de Oliveira, 2003.
- BARROS, Graciela Casanova. “Conceito de ativos financeiros (vs. valores mobiliários) após o Decreto n. 7.897/2013: registro de garantia em *clearing*”. In: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (coord.). *Mercado Financeiro e de Capitais: Regulação e Tributação*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- BRASIL. “Boletim de Mercado n. 39 (janeiro de 2017)”. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado\\_39\\_201701.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_39_201701.pdf) (acesso em 18.7.2017).
- . “Instruções”. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html> (acesso em 18.7.2017).
- . “Mercado de valores mobiliários brasileiro. Rio de Janeiro. 2013”. Disponível em <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/LivroTOP-CVM.pdf> (acesso em 18.7.2017).
- . “Planejamento Estratégico: construindo a CVM de 2023”. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/menu/acesso\\_infor](http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_infor) [macao/planos/estrategico/estrategico.html](http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_infor). (acesso em 17.7.2017).
- . “Relatório de Análise: Audiência Pública SDM-01/2015 – Processo CVM n. RJ 2014-13975. 31 de julho de 2015”. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2015/sdm0115.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0115.html) (acesso em 18.7.2017).
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, Renovar, 1996.
- . “Prefácio”. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo, e CORRÊA, Rodrigo (orgs.) *Governança Corporativa: Empresas Transparentes na Sociedade de Capitais*. São Paulo, Lazuli, 2005.
- . *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro, Renovar, 2002.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo, e CORRÊA, Rodrigo (orgs.) *Governança Corporativa: Empresas Transparentes na Sociedade de Capitais*. São Paulo, Lazuli, 2005.
- CARVALHOSA, Modesto. “A nova Lei das Sociedades por Ações e o mercado de capitais”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo, Dialética, 1999.
- . *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Artigos 1ª a 74*. 2ª ed., vol. 1. São Paulo, Saraiva, 1997; 7ª ed., vol. 1. São Paulo, Saraiva, 2013.
- CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (coord.). *Mercado Financeiro e de Capitais: Regulação e Tributação*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- CEREZETTI, Sheila Christina Neder. “Artigo 4º”. In: CODORNIZ, Gabriela, e PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/1976*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- CODORNIZ, Gabriela, e PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/1976*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- CORPORAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL. “Access to credit among micro, small, and medium enterprises. 2013”. Disponível em <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/1f2c968041689903950bb79e78015671/AccessCreditMSME-Brochure-Final.pdf?MOD=AJPERES> (acesso em 18.7.2017).

- . “Sobre a IFC”. Disponível em [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/about+ifc\\_new/aboutifc-portuguese](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/about+ifc_new/aboutifc-portuguese) (acesso em 18.7.2017).
- CORRÊA, Rodrigo, e CANTIDIANO, Luiz Leonardo (orgs.) *Governança Corporativa: Empresas Transparentes na Sociedade de Capitais*. São Paulo, Lazuli, 2005.
- CRUZ, Tiago de Melo. “A pequena empresa e o desafio de crescer”. 2003. 67 fls. Dissertação (Mestrado). São Paulo, Fundação Getúlio Vargas/Escola de Administração de Empresas de São Paulo. Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/5573/1200302806.pdf?sequence=1> (acesso em 18.7.2017).
- EIZIRIK, Nelson. “Os valores mobiliários na nova Lei das S/A”. *RDM* 124/72-79. São Paulo, outubro/2001.
- . *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 1998.
- , et al. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 2011.
- ESPERANÇA, José Paulo. “Estratégia de mercado de capitais para PMEs brasileiras: diálogo sobre empreendedorismo e competitividade para PMEs entre o Brasil e a União Europeia (PMEE – 004)”. Brasília, Brasil Maior, 2013. Disponível em [http://sectordialogues.org/sites/default/files/acoes/documentos/pmee04\\_-\\_perito\\_-\\_produto\\_final.pdf](http://sectordialogues.org/sites/default/files/acoes/documentos/pmee04_-_perito_-_produto_final.pdf) (acesso em 18.7.2017).
- HAENSEL, Thaimi, e PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. “A Instrução CVM-476 e as ofertas públicas com esforços restritos”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/1-9. São Paulo, julho-setembro/2009.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. “Indicadores IBGE: contas nacionais trimestrais – Indicadores de volume e valores correntes. Outubro a dezembro de 2016”. Disponível em [ftp://ftp.ibge.gov.br/Contas\\_Nacionais/Contas\\_Nacionais\\_Trimestrais/Fasciculo\\_Indicadores\\_IBGE/pib-vol-val\\_201604caderno.pdf](ftp://ftp.ibge.gov.br/Contas_Nacionais/Contas_Nacionais_Trimestrais/Fasciculo_Indicadores_IBGE/pib-vol-val_201604caderno.pdf) (acesso em 18.7.2017).
- INSTITUTO BRASILEIRO DE PLANEJAMENTO E TRIBUTAÇÃO. “Estatísticas”. Disponível em <https://www.empresometro.com.br/Home/Estatisticas> (acesso em 18.7.2017).
- KÜMPPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais: do Ponto de Vista do Direito Europeu, Alemão e Brasileiro – Uma Introdução*. Rio de Janeiro, Renovar, 2007.
- LAMY FILHO, Alfredo. “A empresa, os minoritários e o mercado de capitais”. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* 3/53-56. N. 9. São Paulo, julho-setembro/2000.
- LAMY FILHO, Alfredo, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. “Título IV: Valores Mobiliários. Capítulo I: Natureza e Normas Gerais”. In: LAMY FILHO, Alfredo, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- (coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “O conceito de *security* no Direito Norte-Americano e o conceito análogo no Direito Brasileiro”. *RDM* 14/41-60. São Paulo, 1974.
- LIMA, Iran Siqueira, e ANDREZO, Andrea Fernandes. *Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos*. 3ª ed. São Paulo, Atlas, 2007.
- MACHADO FILHO, Caio, e VIDAL NETO, Ademar. “A CVM como *amicus curiae*”. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. vol. 1, t. 1. Rio de Janeiro, FGV, 2015.
- . “O conceito de valor mobiliário”. *RAE – Revista de Administração de Empresas* 25. N. 2. Abril-junho/1985.
- MOSQUERA, Roberto Quiroga. “Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo, Dialética, 1999.
- . *Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª ed. São Paulo, Dialética, 1999.
- (org.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo, Dialética, 1999.
- NOGAMI, Otto, e PASSOS, Carlos Roberto Martins. *Princípios de Economia*. 7ª ed. São Paulo, Cengage Learning, 2016.

- NOVO, Bruno, e PEREIRA FILHO, Celso Roberto. “Uma tentativa de organização lógica da Instrução CVM-400, de 29 de dezembro de 2003”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 71/1-20. São Paulo, janeiro-março/2016.
- PACHECO, Aline, et al. “CVM: limites de sua competência”. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- PALMA, Juliana Bonacorsi de, e PRADO, Viviane Muller (coords.). *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- PASSOS, Carlos Roberto Martins, e NOGAMI, Otto. *Princípios de Economia*. 7ª ed. São Paulo, Cengage Learning, 2016.
- PATELLA, Laura, e CODORNIZ, Gabriela (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/1976*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- PAVANI, Cláudia. *O Capital de Risco no Brasil*. Rio de Janeiro, E-papers, 2003.
- PEDREIRA, José Luiz Bulhões, e LAMY FILHO, Alfredo. “Título IV: Valores Mobiliários. Capítulo I: Natureza e Normas Gerais”. In: LAMY FILHO, Alfredo, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- (coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- PEREIRA FILHO, Celso Roberto, e NOVO, Bruno. “Uma tentativa de organização lógica da Instrução CVM-400, de 29 de dezembro de 2003”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 71/1-20. São Paulo, janeiro-março/2016.
- PEREIRA FILHO, Valdir Carlos, e HAENSEL, Thaimi. “A Instrução CVM-476 e as ofertas públicas com esforços restritos”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/1-9. São Paulo, julho-setembro/2009.
- PRADO, Maria da Glória Ferraz de Almeida. “Artigo 13”. In: CODORNIZ, Gabriela, e PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/1976*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- PRADO, Viviane Muller, e PALMA, Juliana Bonacorsi de (coords.). *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. “O conceito de valor mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo, Dialética, 1999.
- . “Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 41/1-5. São Paulo, julho-setembro/2008.
- ROCCA, Carlos Alberto. *Soluções para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro*. Rio de Janeiro, José Olympio, 2001.
- RODRIGUES, Jefferson José, e VIOL, Andréa Lemgruber. “Tratamento tributário da micro e pequena empresa no Brasil”. Brasília, 2000. Disponível em <http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/estudos-diversos/tratamento-tributario-da-micro-e-pequena-empresa> (acesso em 18.7.2017).
- ROSA, Maria Eduarda Fleck da. “Regulação do mercado de capitais”. In: PALMA, Juliana Bonacorsi de, e PRADO, Viviane Muller (coords.). *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo, Malheiros Editores, 2015.
- SEBRAE. “Estatuto Social”. Disponível em <http://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Estatuto%20Social%20Sebrae.pdf> (acesso em 18.7.2017).
- . “Fatores condicionantes e taxa de mortalidade de empresas no Brasil: Relatório de Pesquisa”. 2004, p. 20. Disponível em [http://www.wdigital.com.br/mba/estrategia/relatorio\\_pesquisa\\_mortalidade\\_minas.pdf](http://www.wdigital.com.br/mba/estrategia/relatorio_pesquisa_mortalidade_minas.pdf) (acesso em 18.7.2017).
- . “O financiamento dos pequenos negócios no Brasil”. 2014. Disponível em [http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS\\_CHRONUS/bds/bds](http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds).

- nsf/76ac93f03bc955d91939b0896644c743/\$File/5138.pdf* (acesso em 18.6.2017).
- . “Checon pesquisa. Financiamento dos pequenos negócios: pesquisa quantitativa”. Outubro/2016, p. 20. Disponível em [http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS\\_CHRONUS/bds/bds.nsf/0840ef9d054d15adc34bd614dc2826cd/\\$File/7452.pdf](http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.nsf/0840ef9d054d15adc34bd614dc2826cd/$File/7452.pdf) (acesso em 18.7.2017).
- . DIEESE. “Anuário do Trabalho na Micro e Pequena Empresa 2014”. 2015. Disponível em <https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Anuario-do%20trabalho-na%20micro-e-pequena%20empresa-2014.pdf> (acesso em 18.7.2017).
- SECURATO, José Cláudio, e SECURATO, José Roberto (coords.). *Mercado Financeiro: Conceitos, Cálculo e Análise de Investimento*. 3ª ed. São Paulo, Saint Paul, 2009.
- SICA, Lígia Paula Pires Pinto. “Os valores mobiliários e a oferta pública destes no Brasil”. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo, Saraiva, 2015.
- SISTEMA CNDL. “Educação financeira: investimentos”. 2017. Disponível em <https://www.spcbrasil.org.br/pesquisas/pesquisa/2486> (acesso em 17.7.2017).
- . “Indicador de demanda por crédito e investimento do micro e pequeno empresário”. Maio/2017. Disponível em <https://www.spcbrasil.org.br/imprensa/indices-economias> (acesso em 17.7.2017).
- . “O Sistema CNDL”. Disponível em <http://cdls.org.br/institucional/sistema-cndl> (acesso em 17.7.2017).
- SOLEDADE, Durval, *et al.* “Fundos de empresas emergentes: novas perspectivas de capitalização para as pequenas e médias empresas”. *Revista do BNDES* 3. N. 6. Rio de Janeiro, dezembro/1996. Disponível em <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/868> (acesso em 18.7.2017).
- STUBER, Walter. “Oferta pública de distribuição de notas promissórias”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 71/1-7. São Paulo, outubro-dezembro/2015.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. “A CVM e os contratos de investimento coletivo (“boi gordo” e outros)”. *RDM* 108/91-100. São Paulo, janeiro/1997.
- . *Curso de Direito Comercial: Teoria Geral das Sociedades – As Sociedades em Espécie do Código Civil*. vol. 2. São Paulo, Malheiros Editores, 2006.
- VIDAL NETO, Ademar, e MACHADO FILHO, Caio. “A CVM como *amicus curiae*”. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- VIOL, Andréa Lemgruber, e RODRIGUES, Jefferson José. “Tratamento tributário da micro e pequena empresa no Brasil”. Brasília, 2000. Disponível em <http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/estudos-diversos/tratamento-tributario-da-micro-e-pequena-empresa> (acesso em 18.7.2017).
- YAZBEK, Otávio. *Regulamentação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009.

# Doutrina & Atualidades

## O SUICÍDIO DO SEGURADO NO CONTRATO DE SEGURO DE VIDA Comentários em face do entendimento do STJ no REsp 1.334.005-GO

DAVI GUIMARÃES MENDES

*Introdução – 1. Contrato de seguro: conceito, evolução histórica e classificações. 2. A polêmica questão do suicídio nos seguros de vida. 3. O entendimento do STJ no REsp 1.334.005-GO e seu impacto no tratamento da matéria. Conclusões.*

**Resumo:** O presente trabalho objetiva investigar a alteração no entendimento do STJ em relação à questão do suicídio do segurado nos contratos de seguro de vida, o que se revela necessário por se tratar de matéria há muito controvertida na comunidade jurídica. Para isso, promove-se uma breve análise histórica do contrato de seguro, apresentando-se, em seguida, a controvérsia jurídica existente nos casos de suicídio do segurado em contratos de seguro de vida. Por fim, analisa-se criticamente o julgamento do REsp 1.334.005-GO, apontando os posicionamentos nele defendidos e seus reflexos no tratamento da temática em estudo.

**Palavras-chave:** Código Civil de 2002; REsp 1.334.005-GO; Seguro de vida; STJ; Suicídio.

**Abstract:** This paper aims to investigate the change in the understanding of the Brazilian Superior Court regarding the suicide of the insured in the life insurance contracts, which proves necessary because it is a controversial issue among jurists. In order to do that, a brief historical analysis of the insurance is carried out, being presented, then, the existing legal controversy regarding the

cases of suicide of the insured in the life insurance contracts. Lastly, the judgment of Appeal 1.334.005-GO is critically analyzed, pointing out the positions defended and its repercussions in the treatment of the subject under study.

**Keywords:** Appeal 1.334.005-GO; Brazilian Superior Court of Justice; Life insurance; Suicide; 2002 Brazilian Civil Code.

### *Introdução*

O contrato de seguro, cujas origens remontam à Antiguidade, mas que teve maior desenvolvimento apenas na Modernidade, assume inequívoca relevância no mundo contemporâneo, eis que representa uma forma de proteção aos inúmeros riscos que surgem nas práticas sociais e comerciais.

A cobertura securitária do risco de suicídio do segurado no contrato de seguro de vida é questão que tem gerado, já há muito tempo, grande polêmica doutrinária e jurisprudencial, tanto no Brasil quanto em outros Países.



Inspirado na legislação italiana, o Código Civil brasileiro de 1916 adotou um critério subjetivo – a voluntariedade da morte – como solução desta matéria, pacificando-se jurisprudência e doutrina no sentido de que não haveria cobertura do seguro apenas na hipótese de ter sido o suicídio premeditado.

O Código Civil de 2002, todavia, inovou no tratamento da questão, trazendo um critério de natureza objetiva, novamente colhendo inspiração do Direito estrangeiro: o suicídio só seria risco coberto depois de transcorridos dois anos de vigência do contrato.

Com a vigência da nova codificação civil ganharam força novamente os debates acerca dessa questão, tanto entre os estudiosos do Direito quanto nos tribunais. Em princípio, foi a posição do STJ no sentido de que a premeditação permanecia como parâmetro para o deslinde dos casos de suicídio em seguros de vida, conservando em grande parte o entendimento anterior à nova regulamentação da questão.

Entretanto, substancial alteração na compreensão da questão surgiu no julgamento do REsp 1.334.005-GO, de modo que se faz necessária uma análise detida deste paradigmático julgado, bem como da controvérsia jurídica que lhe dá pano de fundo, eis que se trata de decisão que versa sobre matéria polêmica e que pôs fim a um precedente que permaneceu praticamente inalterado por décadas.

Pretende o presente estudo contribuir para esclarecer qual o novo posicionamento do STJ quanto à temática do suicídio do segurado nos contratos de seguro de vida, investigando quais argumentos fundamentavam o entendimento anterior e quais fundamentam o entendimento atual deste Tribunal e os submetendo a uma análise crítica.

A fim de responder ao questionamento proposto, far-se-ão, por meio de uma metodologia exploratória, consistente principalmente em análise bibliográfica, breves

observações quanto ao contrato de seguro, intentando determinar seus contornos teóricos e sua evolução histórica, passando-se, em seguida, a uma exposição da polêmica em estudo, apontando-se as principais lições da Ciência Jurídica nacional e do Direito Comparado.

Por fim, debruça-se detidamente no julgamento do REsp 1.334.005-GO, procurando investigar minuciosamente quais foram os posicionamentos sustentados nele e quais são as consequências dessa alteração na jurisprudência do STJ, procedendo-se, igualmente, com uma crítica desses aspectos.

### *1. Contrato de seguro: conceito, evolução histórica e classificações*

Antes de adentrar na polêmica da qual se ocupa o presente trabalho, imperiosa a realização de breves explicações quanto à figura contratual ora em estudo, detendo-se, pois, primeiramente, na sua definição, no panorama histórico sob o qual se desenvolveu e nas suas principais categorizações.

O contrato de seguro é conceituado por Caio Mário da Silva Pereira [2014:429] como aquele pelo qual

“uma das partes (segurador) se obriga para com a outra (segurado), mediante o recebimento de um prêmio, a garantir interesse legítimo desta, relativo a pessoa ou a coisa, contra riscos futuros predeterminados”.

Trata-se, na lição de Washington de Barros Monteiro [2013:392-393], de contrato bilateral, tendo em vista gerar recíprocas obrigações entre os contratantes; consensual, eis que se forma pela simples manifestação de vontade, servindo a forma escrita tão somente para fins de prova; e aleatório, haja vista depender de circunstâncias futuras e incertas.

No que se refere à última característica citada – qual seja, a aleatoriedade –, cumpre mencionar a existência de divergência dou-

trinária, sendo o posicionamento clássico, seguido por Caio Mário da Silva Pereira [2014:431] e Sílvio Rodrigues [2004:332], dentre outros, o de que o contrato de seguro seria aleatório em face da presença do risco como elemento essencial deste.

Mais recentemente tal entendimento tem sofrido a oposição de autores tais como Ana Alvarez [2014:35], Vera Helena de Mello Franco [2009:277] e Luís Augusto Roux Azevedo [2010:114], os quais entendem que neste contrato a prestação da seguradora restaria caracterizada essencialmente na garantia, isto é, na assunção do risco, que independeria do acontecimento ou não do sinistro, o que destacaria sua natureza comutativa.

A compreensão de que existe uma prestação da seguradora em favor do segurado ao longo do contrato, independentemente da concretização do risco, à qual se adere, também é compartilhada por Fábio Konder Comparato [1972b:143-152], que sugeriu a redação que prevaleceu no art. 757 do CC de 2002<sup>1</sup> precisamente para afastar quaisquer dúvidas quanto à natureza comutativa do contrato de seguro.<sup>2</sup>

Aponta Kriger Filho [2000:15-16] que essa espécie contratual teve desenvolvimento a partir do momento em que o homem, ciente da efemeridade de sua existência e da falibilidade de suas criações, passou a se precaver dos sempre existentes riscos que permeiam suas atividades por meio de garantias asseguradas pelo mutualismo.

Isto é: por um agrupamento sujeito aos mesmos riscos, que se compromete a dividir entre seus membros as despesas eventualmente advindas de um infortúnio,

1. CC: “Art. 757. Pelo contrato de seguro, o segurador se obriga, mediante o pagamento do prêmio, a garantir interesse legítimo do segurado, relativo a pessoa ou a coisa, contra riscos predeterminados”.

2. Para um compreensivo estudo da natureza comutativa do contrato de seguro, cf. [Azevedo, 2010].

o que representa, conforme lição de Timm e Alves [2007:2.714], uma coletivização do risco, atenuando-o.

Já no século XIII a.C. se verificava entre os comerciantes da Babilônia a existência de associações mutualistas que garantiam a travessia do deserto de seus membros, comprometendo-se o grupo a dividir os gastos com animais que eventualmente fossem perdidos no trajeto, o que consistia em antecedente histórico do contrato de seguro [Borges, 2004:2].

Explica Carvalho de Mendonça [1955: 281] que o contrato de seguro não encontrou aplicação no Direito Romano – fato, este, atribuído pelo autor à confusão que os romanos fizeram entre sua natureza e a do jogo e da aposta.

Tal identificação não se justifica modernamente, sobretudo pelas técnicas atuariais de mensuração dos riscos e pelo mutualismo consistente na repartição proporcional das possíveis perdas entre os segurados [Comparato, 1972a:102-112]. Neste sentido, asseveram Timm e Alves que é precisamente a distribuição do risco pelo mutualismo que distancia o seguro do jogo e da aposta [2007:2.714]:

“É fundamental deixar claro que as contratações securitárias só têm razão de ser quando o risco é atenuado por intermédio da mutualidade. Senão, inclusive, estaríamos diante de uma situação de jogo ou aposta, na qual, em ocorrendo um sinistro, sairia ganhando o segurado, e na ausência do sinistro ganharia a seguradora”.

Não obstante a existência de figuras historicamente próximas ao seguro na Antiguidade, como já mencionado, o desenvolvimento moderno deste contrato só começou a se delinear a partir da Idade Média, em princípio exclusivamente na cobertura dos riscos envolvidos nas expedições marítimas, passando-se ao fim do século XVII a se regular na Inglaterra também os seguros terrestres, sobretudo contra incêndios, sendo contínua sua evolução e sua difusão até a atualidade [Rodrigues, 2004:334].

No Brasil, Sílvio Rodrigues [2004:334-335] aponta como pioneira a regulamentação do Código Comercial de 1850, referente especificamente aos seguros marítimos. Já, no que se refere aos seguros terrestres, explica o doutrinador que diversos decretos procuraram discipliná-los no início do século XX, tendo o Código Civil de 1916 previsto o seguro entre os contratos típicos, no que foi seguido pelo Código Civil de 2002, que sobre eles dispõe nos arts. 757 a 802.

Ainda no que se refere ao tratamento deste contrato no Direito Brasileiro, imperioso trazer os ensinamentos de Paulo Nader [2010:383-384] e Caio Mário da Silva Pereira [2014:429-430], que apontam que sua regulamentação não se dá tão somente pela legislação privada, mas também pela CF, principalmente nos arts. 21, VIII, e 22, VII e XXII, e pela Superintendência de Seguros Privados/SUSEP, que se detém na sua normatização infralegal e fiscalização, tendo em vista, particularmente, a observância do interesse público nesses pactos privados, o que se explica diante da imensa importância econômica e social à qual é elevado o contrato de seguro na Modernidade, ilustrada pelo dado de que o volume de prêmios pagos anualmente corresponde a 3% do Produto Interno Bruto/PIB brasileiro [Azevedo, 2010:2].

Falando das classificações do contrato de seguro, aponta a doutrina critérios dos mais variados, tais como geográficos, dividindo-os em terrestres, marítimos e aeronáuticos, de prevalência dos interesses envolvidos, dividindo-os entre públicos e privados, e de conteúdo, dividindo-os entre de coisas, também chamados seguros de dano, e de pessoas [Rodrigues, 2004:336]. Para os fins do presente trabalho importa especialmente a classificação que leva em questão o conteúdo do contrato.

Enquanto nos seguros de dano os objetos garantidos pelo contrato são bens materiais suscetíveis de avaliação econômica, prestando-se garantia contra sua deterioração

ou destruição em benefício de quem deles tira proveito [Nader, 2010:395], nos seguros de pessoas o que é garantido é a própria vida, a incolumidade física ou saúde de alguém, seja o segurado ou outrem [Pereira, 2014:441], apontando Paulo Nader [2010:398-399] que estes últimos se subdividem em seguros de acidentes pessoais, em que são cobertos os riscos relacionados a acidentes que possam causar dispêndios quaisquer, bem como a invalidez temporária ou permanente do acidentado; de saúde, que visa a garantir as condições médicas do segurado em caso de enfermidade; e de vida, em que a seguradora se obriga a pagar a alguém, nomeado beneficiário, certo valor a título de indenização em caso de morte da pessoa estipulada no contrato, seja esta o segurado ou outro indivíduo.

A temática abordada neste artigo insere-se especificamente nos seguros de vida, dizendo respeito aos casos em que a pessoa cuja vida está sob garantia do seguro morre não por conta de fatores alheios ao seu arbítrio, mas, ao contrário, encerra a própria vida voluntariamente.

## *2. A polêmica questão do suicídio nos seguros de vida*

A controvérsia pertinente a se seria, ou não, devida a indenização nos casos de suicídio da pessoa estipulada nos contratos de seguros de vida iniciou-se no Direito Brasileiro ainda sob a égide do Código Civil de 1916, o que é exposto por Sílvio Rodrigues [2004:345]:

“Assunto que na vigência do Código de 1916 deu margem a amplo debate, na jurisprudência e na doutrina, é o que diz respeito ao suicídio involuntário. Como se vê no art. 1.440 do CC de 1916,<sup>3</sup> permitindo

3. CC de 1916:

“Art. 1.440. A vida e as faculdades humanas também se podem estimar como objeto segurável, e segurar, no valor ajustado, contra os riscos possíveis,

a lei o seguro de vida pelos riscos de morte involuntária, considera ilícita, e portanto nula, a cláusula que estabelece seguro em caso de morte voluntária, que o legislador entende ocorrer nos casos de duelo, ou suicídio premeditado por pessoa em seu juízo”.

Percebe-se que o Código Beviláqua pretendeu restringir a cobertura dos seguros de vida às mortes reputadas involuntárias, proibindo, por conseguinte, que se desse garantia ao falecimento advindo de duelos ou de suicídios premeditados – vedação, esta, que se justificaria para se desincentivar essas práticas [Rodrigues, 2004:345].

Essa opção legislativa foi fortemente inspirada pelo Código Comercial italiano de 1882, que em seu art. 450<sup>4</sup> também previa que a seguradora não estaria obrigada ao pagamento da indenização nos casos de mortes consideradas voluntárias, exemplificando a legislação italiana, de forma similar à brasileira, que assim se considerariam as mortes advindas de duelos ou de suicídios voluntários.

Justificava-se, ainda, a proibição pelo constante do art. 120 do CC brasileiro de 1916,<sup>5</sup> que previa que se considerava como não verificada a condição suspensiva que fora maliciosamente levada a efeito pelo

como o de morte involuntária, inabilitação para trabalhar, ou outros semelhantes.

“Parágrafo único. Considera-se morte voluntária a recebida em duelo, bem como o suicídio premeditado por pessoa em seu juízo.”

4. CC italiano (tradução livre): “Art. 450. A seguradora não é obrigada ao pagamento da soma segurada se a morte da pessoa sobre cuja vida se fez o seguro se deu por duelo criminalmente registrado, suicídio voluntário, ou teve como causa imediata um crime cometido pelo segurado ou por ação sua da qual ele pudesse razoavelmente prever as consequências” (disponível em [https://archive.org/stream/codicedicommerc00italgoog/codicedicommerc00italgoog\\_djvu.txt](https://archive.org/stream/codicedicommerc00italgoog/codicedicommerc00italgoog_djvu.txt), acesso em 24.8.2015).

5. CC de 1916: “Art. 120. Reputa-se verificada, quanto aos efeitos jurídicos, a condição, cujo implemento for maliciosamente obstado pela parte, a quem desfavorecer. Considera-se, ao contrário, não verificada a condição maliciosamente levada a efeito por aquele, a quem aproveita o seu implemento.”

interessado. No que se refere especificamente ao seguro de vida, tem-se que a seguradora é obrigada a indenizar o beneficiário – obrigação, esta, submetida à condição suspensiva consistente na morte da pessoa estipulada no contrato, correspondendo o suicídio voluntário desta, portanto, a implemento malicioso da condição, que afastaria, consequentemente, o dever de indenizar da seguradora.

Entretanto, a codificação brasileira não trouxe, a exemplo de sua inspiração italiana, quaisquer critérios servíveis para se identificar se o suicídio teria sido voluntário ou não, nem se posicionou quanto à validade de cláusulas que excluíssem da cobertura securitária as mortes advindas de suicídios involuntários ou, mesmo, que estipulassem um período de carência em que a seguradora não responderia por estes sinistros, sendo certo que os profundos debates surgidos no Brasil também ocorreram entre os juristas italianos [Ilardi, 1935:205].

Em face dessa indeterminação do texto legal, apontam Sílvio Rodrigues [2004:345] e Petraroli e Carlini [2011:8] que se passou a adotar como critério exclusivo da voluntariedade do suicídio a premeditação. Vale ressaltar que, apesar de o art. 1.440 exemplificar como voluntário o caso do suicídio premeditado, qual seja, aquele em que já se contrata o seguro pensando no autoexterminio, é possível apontar como voluntário qualquer suicídio em que quem o pratica está no gozo de suas faculdades de discernimento [Pereira, 2014:443], de modo que se pode considerar como verdadeira opção doutrinária e jurisprudencial – mas não legislativa – a escolha da premeditação como critério único para se determinar se o suicídio fora, ou não, premeditado.

Confirmando essa posição, editou-se a Súmula de n. 105 do STF,<sup>6</sup> que após a Cons-

6. Súmula 105 do STF: “Salvo se tiver havido premeditação, o suicídio do segurado no período contratual de carência não exime o segurador do pagamento do seguro”.

tuição Federal de 1988 – e a subsequente transferência da competência infraconstitucional ao STJ – foi ratificada pela Súmula de n. 61 deste Tribunal<sup>7</sup>.

O ônus de provar que houvera premeditação incumbia à seguradora, que deveria demonstrar de forma inequívoca que o segurado já havia contratado o seguro com o suicídio em mente [Petraroli e Carlini, 2011:8].

Já, no tocante à validade de cláusulas que excluíssem o dever de indenizar das seguradoras nos casos de suicídio, independentemente de premeditação, ou que previssem períodos de carência diferenciados para que fosse devido o pagamento nos casos específicos desses infortúnios, logo se verificou divergência doutrinária, apresentando-se tanto defensores da tese de que seriam essas cláusulas perfeitamente válidas – como Sílvio Rodrigues [2004:345], que para isso cita ensinamentos de Serpa Lopes e Eduardo Espínola – quanto partidários do entendimento de que seriam estas previsões abusivas, como Napoleão Teixeira [1972:133].

Quanto a isto, adotando-se o mesmo entendimento que, conforme preleciona Ilardi [1935:211], predominou na Itália, posicionou-se desde logo a jurisprudência pátria no sentido de que seriam nulas, eis que contrárias a norma de ordem pública, quaisquer cláusulas que excluíssem ou diminuíssem o dever de indenizar da seguradora nos casos de suicídios involuntários. Seguindo essa orientação, julgamento do STF (1ª Turma, RE 16.414, rel. Min. Barros Barreto, Rio de Janeiro, j. 16.4.1951, disponível em <http://www.rbrs.com.br/arquivos/RBRS12-1%20Ana%20Rita.pdf>, fls. 7, acesso em 24.8.2015):

“*Ementa*: Seguro de vida – Suicídio involuntário – Período de carência – Exame das cláusulas contratuais e inteligência da lei – Apólice de seguro de vida – Período de carência – Suicídio involuntário. A cláusula

7. Súmula 61 do STJ: “O seguro de vida cobre o suicídio não premeditado”.

contratual impugnada não se harmoniza com os arts. 1.435 e 1.440, parágrafo único, do CC – Inteligência do art. 178, § 6º, n. II, do citado diploma – Jurisprudência”.

Deste modo, consolidou-se um panorama doutrinário e jurisprudencial no que se refere às questões advindas da ocorrência de suicídio no contrato de seguro de vida, firmando-se entendimentos no sentido de que seria devido o pagamento da indenização por parte da seguradora, exceto nos casos em que esta comprovasse a premeditação do suicídio, e de que seriam nulas eventuais cláusulas contratuais que afastassem de qualquer forma esse dever de indenizar.

Significativa alteração na regulamentação da matéria sobreveio com o Código Civil brasileiro de 2002, que, uma vez mais sob inspiração italiana [Horta, 2010:106], dispôs acerca disso em seu art. 798,<sup>8</sup> cuja redação é quase idêntica à do art. 1.427<sup>9</sup> do CC italiano de 1942, afastando-se do texto legal qualquer menção a critérios subjetivos, tais como a voluntariedade ou a premeditação do suicídio.

Previu-se, ao invés disso, critério temporal objetivo de dois anos, a contar da celebração do contrato ou de sua retomada,

8. CC de 2002:

“Art. 798. O beneficiário não tem direito ao capital estipulado quando o segurado se suicida nos primeiros 2 (dois) anos de vigência inicial do contrato, ou da sua recondução depois de suspenso, observado o disposto no parágrafo único do artigo antecedente.

“Parágrafo único. Ressalvada a hipótese prevista neste artigo, é nula a cláusula contratual que exclui o pagamento do capital por suicídio do segurado.”

9. CC italiano (tradução livre):

“Art. 1.427. No caso de suicídio do segurado ocorrido menos de 2 (dois) anos após a celebração do contrato, a seguradora não é obrigada a pagar as importâncias seguradas, salvo acordo em contrário.

“Em caso de suspensão do contrato por falta de pagamento de prêmios, a seguradora não é obrigada nos 2 (dois) anos subsequentes, contados a partir da data em que a suspensão tenha cessado” (disponível em <http://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quarto/titolo-iii/capo-xx/sezione-iii/art1927.html>, acesso em 24.8.2015).

em caso de suspensão, sendo devida a indenização se ocorrido o suicídio após esse momento e estando desobrigada a seguradora na hipótese da superveniência do sinistro antes de atingido esse marco temporal. Ademais, cominou-se expressamente a nulidade de quaisquer cláusulas contratuais excludentes do direito do beneficiário à indenização em caso de suicídio do segurado, confirmando-se o entendimento jurisprudencial há muito vigente.

Conforme exposto por Paulo Horta [2010:106], o legislador brasileiro, no Código Civil de 2002, tratou o dever de indenizar da seguradora nas hipóteses de suicídio do segurado do mesmo modo que outros ordenamentos jurídicos. Com efeito, além da codificação italiana, supramencionada, é possível verificar a utilização de critérios temporais semelhantes nos Direitos francês<sup>10</sup> e alemão,<sup>11</sup> e inclusive na tradição jurídica inglesa [SurrIDGE, Murphy e John, 2011:*on-line*].

É de se notar, porém, que nas legislações francesa e alemã persiste o critério subjetivo da voluntariedade do suicídio, é

10. Código de Seguros francês (tradução livre):

“Art. L132-7. O seguro em caso de morte é ineficaz se o segurado se mata voluntariamente durante o primeiro ano de contrato.

“O seguro em caso de morte deve cobrir o risco de suicídio a contar do segundo ano de contrato. (...)” (disponível em [http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?jsessionid=642EE1EA83F34EB68AE8D9656E348955.tpdila08v\\_3?idSection-TA=LEGISCTA000006174038&cidTexte=LEGI TEXT000006073984&dateTexte=20150828](http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?jsessionid=642EE1EA83F34EB68AE8D9656E348955.tpdila08v_3?idSection-TA=LEGISCTA000006174038&cidTexte=LEGI TEXT000006073984&dateTexte=20150828), acesso em 24.8.2015).

11. Lei de Contratos de Seguro alemã de 2008, Seção 161 (tradução livre): “1) No caso de seguro de vida, a seguradora não está obrigada ao pagamento se a pessoa segurada intencionalmente cometer suicídio antes de passados 3 (três) anos desde a conclusão do contrato de seguro. Isso não se aplicará se o ato tiver sido cometido enquanto a pessoa estava em estado de mórbida perturbação psíquica, inibindo sua capacidade de determinar livremente sua vontade. (...)” (disponível em [http://www.gesetze-im-internet.de/englisch\\_vvg/englisch\\_vvg.html](http://www.gesetze-im-internet.de/englisch_vvg/englisch_vvg.html), acesso em 24.8.2015).

bem verdade que como mera exceção à regra temporal geral, de modo que nesses Países é possível que a seguradora seja obrigada a pagar a indenização prevista no contrato ainda que o suicídio tenha se dado antes do fim do período de carência legal, desde que se prove que a morte aconteceu em situação na qual a enfermidade psíquica do segurado era tamanha que impossível era a ele determinar sua vontade.

No Brasil era de se esperar que, em face da adaptação feita do ordenamento italiano – cujo critério temporal é o único para se determinar se o beneficiário faz, ou não, jus à indenização na hipótese de o segurado ter se suicidado, segundo ensinamento de Valeria de Lorenzi [2010:237] –, não mais se perquirisse se teria sido o suicídio premeditado, ou não. Em verdade, conforme expõe Paulo Horta [2010:106], esse era declaradamente o objetivo do legislador ao modificar o dispositivo legal que regia esta temática.

Nada obstante, tão logo passou a vigor o novo Código Civil, surgiu controvérsia na doutrina quanto à permanência, ou não, do critério da premeditação para se determinar a obrigação de indenizar da seguradora; dissídio, esse, replicado na jurisprudência, que passou a discutir a questão sob a ótica da superação, ou não, das Súmulas 105 do STF e 61 do STJ.

Atendo-se a uma interpretação mais restritiva do art. 798 do CC de 2002, afastando completamente o critério da premeditação, estão doutrinadores como Pablo Stolze Gagliano e Rodolfo Pamplona [2011:574], Paulo Nader [2010:402] e Washington de Barros Monteiro [2013:414], este afirmando categoricamente que “não é mais relevante perquirir ter sido ou não o suicídio premeditado, pois a única restrição imposta pelo Código Civil de 2002 é de ordem temporal”.

Por outro lado, defendendo que, apesar das inovações legislativas, a premeditação ainda deveria ser provada para que a seguradora se eximisse de sua obrigação de inde-

nizar o beneficiário citam-se Caio Mário da Silva Pereira [2014:443], Jones Figueirêdo Alves [2002:723] e Carlos Roberto Gonçalves [2014:528], entendendo estes autores que a inovação teria vindo em benefício do segurado, cuja boa-fé deveria ser sempre presumida, de modo que o prazo de dois anos deveria ser interpretado a seu favor, ou seja: passados dois anos da celebração do contrato seria devida a indenização independentemente da premeditação – presunção absoluta da boa-fé do segurado –, mas se ainda não houvesse transcorrido esse lapso temporal a seguradora deveria provar a premeditação para não ser obrigada a indenizar o beneficiário – presunção relativa da boa-fé do segurado.

Também guiando-se pela manutenção do critério da premeditação, mas atribuindo o ônus de constituir prova da inexistência daquela ao beneficiário do seguro, destaca-se o Enunciado de n. 187 da *III Jornada de Direito Civil*, cuja redação é a seguinte:

“No contrato de seguro de vida presume-se, de forma relativa, ser premeditado o suicídio cometido nos dois primeiros anos de vigência da cobertura, ressalvado ao beneficiário o ônus de demonstrar a ocorrência do chamado ‘suicídio involuntário’”.

Posicionou-se o STJ pela primeira vez em relação a essa nova divergência em 2008, quando confirmou a tese de que a seguradora deveria comprovar a premeditação para se eximir da obrigação de indenizar o beneficiário, mesmo se o suicídio tivesse ocorrido nos dois primeiros anos de contrato, conforme se verifica no acórdão a seguir colacionado (REsp 1.077.342-MG, (2008/0164182-3), rel. Min. Massami Uyeda, j. 22.6.2010, disponível em <http://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/16821142/recurso-especial-resp-1077342-mg-2008-0164182-3/relatorio-e-voto-16821144>, acesso em 24.8.2015):

“I – O seguro é a cobertura de evento futuro e incerto que poderá gerar o dever de indenizar por parte do segurador.

“II – A boa-fé – que é presumida – constitui elemento intrínseco do seguro, e é

caracterizada pela lealdade nas informações prestadas pelo segurado ao garantidor do risco pactuado.

“III – O art. 798 do CC de 2002 não alterou o entendimento de que a prova da premeditação do suicídio é necessária para afastar o direito à indenização securitária.

“IV – O legislador procurou evitar fraudes contra as seguradoras na hipótese de contratação de seguro de vida por pessoas que já tinham a ideia de suicídio quando firmaram o instrumento contratual.

“V – Todavia, a interpretação literal ao disposto no art. 798 do CC de 2002 representa exegese estanque, que não considera a realidade do caso com os preceitos de ordem pública estabelecidos pelo Código de Defesa do Consumidor, aplicável obrigatoriamente aqui, em que se está diante de uma relação de consumo.

“VI – Uma coisa é a contratação causada pela premeditação ao suicídio, que pode excluir a indenização. Outra, diferente, é a premeditação para o próprio ato suicida.

“VII – É possível a interpretação entre os enunciados das Súmulas ns. 105 do STF e 61 desta Corte Superior na vigência do Código Civil de 2002.

“VIII – *In casu*, ainda que a segurada tenha cometido o suicídio nos primeiros dois anos após a contratação, não há que se falar em excludente de cobertura, uma vez que não restou demonstrada a premeditação do próprio ato suicida.

“IX – Recurso especial provido.”

Esse julgado, apesar de criticado por parte da doutrina, que o entendia como frontalmente contrário ao art. 798 do CC de 2002 [Horta, 2010:110-111], foi, em princípio, acolhido pelos Tribunais pátrios, tendo servido de fundamentação inclusive para outras decisões do STJ,<sup>12</sup> como aponta Carlos Roberto Gonçalves [2014:528].

Esse posicionamento do STJ fazia crer que haveria, em grande parte, a manutenção do entendimento consolidado antes da entra-

12. A título de exemplo, cita-se o idêntico entendimento do STJ no AgR no Ag 1.244.022-RS, rel. Min. Luís Felipe Salomão, j. 13.4.2011.

da em vigor do Código Civil de 2002, qual seja, o de que a seguradora só não deveria indenizar o beneficiário caso comprovasse que o segurado havia se suicidado de forma premeditada. A única alteração seria que essa alternativa de defesa só poderia agora ser aduzida nos dois primeiros anos do contrato, eis que após esse momento a indenização seria devida independentemente de premeditação.

Sobreveio, contudo, nova apreciação do STJ em relação a esta matéria, sendo imperioso destacar a relevância de tal alteração no entendimento majoritário do Tribunal, eis que se tratava de precedente o qual restava em grande parte inalterado há mais de 60 anos, sobrevivendo, inclusive, a alterações legislativas que pareciam contrariá-lo diretamente. Analisa-se detidamente, a seguir, esse julgado pioneiro.

### **3. O entendimento do STJ no REsp 1.334.005-GO e seu impacto no tratamento da matéria**

O clássico entendimento que estipulava a prova da premeditação da morte como requisito para que a seguradora se eximisse do pagamento da indenização, consolidado na jurisprudência do STJ, mesmo após mais de 10 anos de vigência do Código Civil de 2002, sofreu alteração em 2015, quando aquele Tribunal se posicionou no sentido de ser indevido o pagamento de indenização às beneficiárias de contrato de seguro cujo segurado se suicidara após pouco menos de um mês da celebração do contrato.

A maioria dos Ministros da 2ª Seção do STJ apontou que o critério objetivo temporal seria o único cabível nos casos de suicídio em seguro de vida, por força da previsão do art. 798 do CC de 2002 – o que pode ser verificado na ementa do acórdão prolatado no REsp 1.334.005-GO, julgado em abril/2015, que representou a modificação do entendimento até então consolidado:

“Recurso especial – Ação de cobrança – Seguro de vida – Suicídio dentro do prazo de dois anos do início da vigência do seguro – Recurso especial provido. 1. Durante os dois primeiros anos de vigência do contrato de seguro de vida o suicídio é risco não coberto. Deve ser observado, porém, o direito do beneficiário ao ressarcimento do montante da reserva técnica já formada (CC de 2002, art. 798 c/c art. 797, parágrafo único). 2. O art. 798 adotou critério objetivo temporal para determinar a cobertura relativa ao suicídio do segurado, afastando o critério subjetivo da premeditação. Após o período de carência de dois anos, portanto, a seguradora será obrigada a indenizar, mesmo diante da prova mais cabal de premeditação. 3. Recurso especial provido” (rel. originário Min. Paulo de Tarso Sanseverino, rela. para o acórdão Min. Maria Isabel Gallotti, j. 8.4.2015 bbb, disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1394982&numero\\_registro=201201446227&data=20150623&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1394982&numero_registro=201201446227&data=20150623&formato=PDF), acesso em 24.8.2015– grifos nossos).

Interessante, neste momento, analisar esmiuçadamente esse paradigmático julgado, primeiramente delineando os aspectos fáticos envolvidos na situação analisada e em seguida destacando os dois principais posicionamentos sustentados pelos Ministros que participaram do julgamento, quais sejam: aquele que defendia a manutenção do entendimento vigente no Tribunal, fazendo uma interpretação do art. 798 do CC à luz das Súmulas 105 do STF e 61 do STJ, e aquele que pretendia uma alteração na jurisprudência até então pacífica da Corte, respaldando uma hermenêutica mais literal do dispositivo que regrava a questão.

Trata-se de caso em que foi celebrado, no dia 19.4.2005, contrato de seguro sobre a vida do contratante, Benedito dos Reis Lima, com o Banco Santander do Brasil S/A, estipulando-se como beneficiárias da indenização de R\$ 303.000,00 as filhas do segurado. O segurado se suicidou menos de um mês após a contratação do seguro, em 14.5.2005, e ao intentarem o recebimento da quantia contratada junto à seguradora as beneficiárias obtiveram a recusa, motivada



pela causa da morte do segurado, ajuizando elas, consequentemente, ação em face da empresa.

Sagrando-se as autoras vencedoras da ação após o exame da questão pelo TJGO, o qual apontou que o réu não fora capaz de provar a premeditação do suicídio por parte do segurado, interpôs a parte vencida recurso especial para que fosse revista a situação.

Dentre os favoráveis à manutenção da compreensão da matéria até então majoritária no STJ, cujo posicionamento restou vencido ao fim do julgamento, citam-se o Min. Raul Araújo, que votou pelo provimento do recurso mas destacou que isso se dava tão somente por peculiaridades fáticas do caso, ressaltando sua posição alinhada com a jurisprudência majoritária do Tribunal (STJ, REsp 1.334.005-GO, rel. originário Min. Paulo de Tarso Sanseverino, rela. para o acórdão Min. Maria Isabel Gallotti, j. 8.4.2015, fls. 34), e o Min. Paulo de Tarso Sanseverino, Relator do processo e único a votar pela negação ao provimento do recurso, cujas razões, porquanto utilizadas igualmente para fundamentar o voto do Min. Raul Araújo, agora se comenta detidamente.

Posicionando-se quanto à controvérsia, o Min. Paulo de Tarso Sanseverino apontou que o entendimento consolidado no STJ era o de que o mero fato de o suicídio ter ocorrido nos dois primeiros anos de contrato não autorizava a seguradora a negar a cobertura, devendo haver a prova inequívoca da premeditação por parte desta, conforme estabelecido pelas Súmulas 105 do STF e 61 do STJ, citando vasta jurisprudência da Corte para sustentar a sua visão (STJ, REsp 1.334.005-GO, rel. originário Min. Paulo de Tarso Sanseverino, rela. para o acórdão Min. Maria Isabel Gallotti, j. 8.4.2015, fls. 7-14).

Destaca o Julgador, ainda, que a mera interpretação literal do art. 798 do CC levaria, de fato, ao provimento do recurso, eis que só consta nesse dispositivo um critério temporal objetivo (STJ, REsp 1.334.005-GO,

fls. 14). Todavia, alega que se deve fazer uso de outras formas de interpretação, tais como a sistemática e a teleológica, a fim de compreender a previsão legal à luz também do princípio da boa-fé objetiva, e a histórica, considerando as súmulas anteriormente editadas acerca da temática para atribuir à seguradora o ônus da prova da premeditação, concluindo nesse sentido ao conjugar os métodos interpretativos em questão:

“A partir da conjugação desses métodos hermenêuticos, concluiu-se que o sentido correto do enunciado normativo em questão é de que, no caso de suicídio do segurado dentro do período de dois anos, compete à seguradora o ônus da prova da premeditação. Essa orientação mostra-se correta, pois a boa-fé (subjéctiva) é presumida, devendo ser comprovada a má-fé de qualquer pessoa na condução dos seus negócios e demais atos da vida civil” (fls. 18).

Foi o voto do Relator, portanto, no sentido da manutenção da apreciação da matéria até então firmada pelo Tribunal, sendo dignos de crítica, contudo, os fundamentos apresentados.

Apesar de a argumentação do Ministro ter se concentrado na suposta utilização de técnicas de hermenêutica que não a interpretação literal, nomeadamente os processos sistemático, teleológico e histórico, o que se observa é que não se utilizou de forma adequada nenhum destes instrumentos.

No que se refere à interpretação sistemática, é esta definida como aquela em que se compara uma norma com outras, da mesma ou de diversas leis, sempre versando acerca do mesmo objeto, a fim de se conciliar a interpretação destas entre si [Maximiliano, 2011:104]. Ora, não é possível, como proposto pelo Julgador, que se faça uma interpretação sistemática do art. 798 em face das normas que determinam que a boa-fé seja presumida, pois estas tratam de objetos incompatíveis: em verdade, a inovação legislativa do Código Civil evita exatamente que a discussão recaia no padrão ético de conduta do segurado – sempre de difícil prova –, não

consistindo, como aduzido pelo Relator, em uma presunção de má-fé do contratante, mas, sim, em critério totalmente diverso, de natureza temporal, e não moral.

Já, o critério teleológico, igualmente alegado, é conceituado por Carlos Maximiliano [2011:124] como aquele em que, levando-se em conta as circunstâncias em que foi produzida a norma, busca-se alcançar a finalidade almejada por seu texto. Inexplicável, por conseguinte, a menção feita no voto do Relator a esse processo interpretativo, tendo em vista que, além de ser o texto do art. 798 de inequívoca clareza, não fazendo qualquer tipo de menção ao critério da premeditação, foi expressa a vontade do legislador de adotar um parâmetro objetivo para definir os casos em que haveria cobertura do seguro na hipótese de suicídio do segurado, conforme lição de Paulo Horta [2010:106]. Resta evidente, portanto, que a interpretação do Ministro não se poderia reputar teleológica, eis que sua solução não só não alcança a finalidade almejada para a norma, mas a contraria frontalmente.

Por fim, falando-se do processo histórico de interpretação, é este explicado por Rubens Limongi França [1988:28] como sendo um método de, perquirindo as razões e o contexto que levaram o legislador a produzir uma norma, atualizar as disposições legais de modo a adaptá-las às mudanças sociais. Em primeiro lugar, é de se questionar a utilização do método em questão no caso em tela, pois a norma em debate passou a vigor há pouco tempo, não tendo havido quaisquer modificações sociais relevantes desde então.

Ademais, afigura-se a interpretação do Min. Paulo de Tarso Sanseverino ainda mais descabida quando se percebe que, em verdade, ele procura realizar a hermenêutica do texto legal não à luz das novidades da sociedade, mas, sim, em face de súmulas produzidas – estas, sim – em momentos históricos já ultrapassados, tanto do ponto de vista das inovações sociais como do ponto de vista dos novos regramentos jurídicos.

É, portanto, condenável esse posicionamento, até então consolidado no STJ, não só por ir em direção diametralmente oposta à expressa orientação do legislador, utilizando para isso processos de hermenêutica de técnica duvidável, conforme apontado, mas sobretudo por adotar, à revelia do texto legal, o critério subjetivo da premeditação do suicídio, o qual ocasiona inegável insegurança jurídica, indo, assim, na contramão das lições que oferece o Direito Comparado, ao negar aplicação ao critério temporal objetivo estabelecido no art. 798 do CC de 2002, o qual está em sintonia com as diversas outras codificações anteriormente mencionadas.

Por outro lado, dentre aqueles que se mostraram favoráveis a uma modificação na jurisprudência do STJ, cujo entendimento se sagrou vencedor no julgamento em análise, é possível mencionar a Min. Maria Isabel Gallotti, que iniciou a divergência e relatou o acórdão; o Min. João Otávio de Noronha, o qual se preocupou em refutar os argumentos que fundamentavam o entendimento até então preponderante no Tribunal; e os Mins. Antônio Carlos Ferreira, Ricardo Villas Bôas Cueva, Marco Buzzi e Marco Aurélio Bellizze, que seguiram o entendimento dos dois Julgadores supracitados.

A Relatora para o acórdão, Min. Maria Isabel Gallotti, asseverou em seu voto que o art. 798 do CC trouxe um critério exclusivamente temporal, intentando conceder exatamente objetividade na resolução de questões relacionadas à cobertura securitária nos casos de suicídio do segurado. Defendeu, igualmente que não se poderia mais aplicar as súmulas produzidas acerca desta matéria, porquanto produzidas sob a égide de legislação distinta, a qual previa outro parâmetro – a premeditação do suicídio, que agora estava expressamente afastada. Sintetizando essa visão, a Julgadora afirma:

“Após a entrada em vigor do novo Código, portanto, quando se celebra um contrato de seguro de vida, não é risco coberto o suicídio nos primeiros dois anos

de vigência. Durante os dois primeiros anos de vigência da apólice há cobertura para outros tipos de óbito, mas não para o suicídio. Após esses dois anos, por outro lado, diante do suicídio, a seguradora terá de pagar o prêmio, mesmo diante da prova mais cabal de premeditação. Não penso que essa reforma tenha beneficiado nem a seguradora e nem o segurado, em tese, mas conferido objetividade à disciplina legal do contrato de seguro de vida. Não sendo a hipótese de suicídio, nos dois primeiros anos de vigência do contrato, risco coberto, não haverá direito à cobertura, mas, por outro lado, o beneficiário terá direito ao ressarcimento do montante da reserva técnica já formada”.

Isto é: segundo a interpretação da Ministra, independentemente de ter ou não havido a premeditação, a seguradora não estaria obrigada ao pagamento se o suicídio ocorresse nos dois primeiros anos de contrato; por outro lado, não poderia negar a indenização caso o sinistro ocorresse após esse lapso temporal. Frise-se, todavia, que nos casos em que o suicídio não esteja coberto pelo seguro é necessária a devolução da reserva técnica, ou seja, dos prêmios pagos até então pelo segurado, conforme previsão do próprio art. 798 do CC, o que intenta evitar que a empresa aufera enriquecimento sem causa.

Em sentido complementar ao voto da Relatora para o acórdão está o posicionamento do Min. João Otávio de Noronha, o qual critica, primeiramente, a construção jurisprudencial que estabeleceu a premeditação do suicídio do segurado como critério para que se determinasse se o pagamento da indenização seria, ou não, devido, apontando ele que se impunha à seguradora uma prova praticamente impossível, eis que só tinha à sua disposição, na maioria das vezes, elementos objetivos – tais como laudos médicos – para comprovar algo extremamente subjetivo – a rigor, o que se passava na mente do segurado ao cometer suicídio.

Seguindo em seu voto, o Julgador afirma que o intuito do legislador foi expresso em conferir objetividade aos parâmetros que definiam a cobertura securitária em caso de

suicídio, apontando as palavras de Fábio Konder Comparato, proponente do Substituto que retirou do Projeto de Código Civil o critério subjetivo até então vigente, trocando-o por um de caráter objetivo, em que “o único fato a ser levado em consideração, é, pois, o tempo decorrido desde a contratação ou renovação do seguro”.

Ademais, alerta que não se poderia realizar a interpretação sistemática à luz do princípio da boa-fé objetiva pretendida por alguns, haja vista ter o legislador expressamente afastado essas discussões com a previsão de um critério objetivo, o qual era absolutamente compatível com o caráter mutual do contrato de seguro, concluindo o Ministro que

“afasta-se o entendimento de que cabe ao segurador a prova da premeditação do suicídio nos dois primeiros anos de vigência contratual, independentemente da metodologia interpretativa que se queira adotar”.

Afigura-se esta solução mais compatível com a disciplina legal da questão que aquela consolidada até então na jurisprudência nacional.

Ora, a construção pretoriana que condicionava a cobertura securitária ao caráter não premeditado do suicídio, refletida diretamente nas súmulas editadas a respeito da matéria, retirava seu fundamento do art. 1.440 da codificação civil então vigente, a qual estabelecia que o contrato de seguro não cobria a morte voluntária, exemplificando-se como tal o suicídio premeditado.

Alterada radicalmente a previsão legal com a advinda de uma nova legislação em 2002, que expressamente dispunha que o critério para se determinar se haveria, ou não, cobertura securitária seria o temporal, não mencionando nenhum outro, necessária seria a adequação dos julgadores à nova regulamentação da matéria, com a superação das súmulas produzidas em contexto distinto e agora ultrapassadas, e não o contrário, com a arbitrária conformação do texto legal à vontade dos tribunais.

Conforme salientado pelos Mins. Maria Isabel Gallotti e João Otávio de Noronha, cujos fundamentos dos votos foram acompanhados pelos Mins. Antônio Carlos Pereira, Ricardo Villas Bôas Cueva, Marco Buzzi e Marco Aurélio Bellizze, é inadmissível que se ignore expressa previsão legal tão somente para que seja mantida uma interpretação feita à luz de súmulas produzidas sob a égide de norma já revogada, como pretendia a jurisprudência até então dominante, sustentada pelos Mins. Paulo de Tarso Sanseverino e Raul Araújo.

Nesse sentido, valiosa a transcrição de lição de Lenio Streck [2014:145], o qual alerta que o intérprete da norma não está livre para arbitrariamente determinar o conteúdo desta, estando adstrito ao texto legal:

“Quando se popularizou a assertiva de que texto não é igual à norma e que a norma é o produto da interpretação do texto, nem de longe quer dizer que o texto não vale nada ou que norma e texto sejam ‘coisas à disposição do intérprete’, ou, ainda, que o intérprete possui arbitrariedade para a ‘fixação da norma’”.

O julgamento do REsp 1.334.005-GO representa, portanto, uma correta – ainda que tardia – alteração no entendimento do STJ acerca da questão do suicídio nos seguros de vida.

Essa nova posição, vale destacar, foi confirmada pela 2ª Seção do STJ – responsável pela harmonização dos precedentes do Tribunal em matéria de direito privado – no julgamento dos EDv no REsp 1.076.942-PR (rel. originária Min. Nancy Andrighi, rel. para o acórdão Min. João Otávio de Noronha, j. 27.5.2015, *DJe* 15.6.2015).

Tal posicionamento, agora prevalecente, consiste na aceitação do critério objetivo estabelecido no Código Civil de 2002, o qual determina que, independentemente de premeditação, é devido o pagamento da indenização aos beneficiários do seguro de vida caso o suicídio do segurado ocorra após os dois primeiros anos de vigência do contrato,

não estando a seguradora obrigada, todavia, caso a morte se dê antes de transcorridos os dois anos.

Desta forma, houve não só adequação do entendimento jurisprudencial à codificação civil, como se consagrou um critério mais confiável, que garante segurança jurídica à relação da seguradora com os segurados e respeita o princípio do mutualismo que sempre guiou as relações contratuais de seguro.

### *Conclusões*

Em face de sua subjetividade e dificuldade de prova, era falha a construção jurisprudencial que, calçada no art. 440 do CC de 1916, estabelecia a premeditação da morte como parâmetro para se determinar se haveria, ou não, cobertura securitária nos casos de suicídio do segurado em contratos de seguro de vida. Veio em boa hora, portanto, a previsão do art. 798 do CC de 2002, que introduziu um critério objetivo, de caráter exclusivamente temporal, para a resolução desse tipo de questão.

Do mesmo modo, feliz é agora a modificação do entendimento do STJ, que, por meio do paradigmático julgado do REsp 1.334.005-GO, finalmente superou sua antiga posição, que mantinha a premeditação como elemento para se determinar o dever de indenizar da seguradora nesses casos, apesar da inovação legislativa.

É, agora, a compreensão do Tribunal acerca da matéria no sentido de que, passados dois anos desde a celebração ou recondução do contrato de seguro de vida, será devida a indenização pela seguradora mesmo se houver prova cabal da premeditação do suicídio; por outro lado, antes desses dois anos não estará a empresa obrigada ao pagamento, mesmo se comprovada a espontaneidade da morte.

Trata-se de posição que está de acordo com a disciplina legal da questão – que não faz mais qualquer menção ao critério da pre-

meditação do suicídio – e que concede mais segurança às partes do contrato de seguro de vida, que agora sabem, de antemão, as regras a que estarão submetidas no caso de suicídio do segurado – sendo elogiável, portanto, esse novo tratamento pretoriano da matéria, o qual se espera que se firme e substitua definitivamente a jurisprudência anterior.

### Referências bibliográficas

- AGUIAR JR., Ruy Rosado de (org.) [2012]. *Jornadas de Direito Civil I, III, IV e V: Enunciados Aprovados*. Brasília, Conselho da Justiça Federal/Centro de Estudos Judiciários.
- ALVAREZ, Ana Maria Blanco Montiel [2014]. *Resseguro e Seguro: Ponto de Contato entre Negócios Jurídicos Securitários*. Porto Alegre, Livraria do Advogado.
- ALVES, Francisco Kümmel Ferreira, e TIMM, Luciano Benetti [2007]. “Custos de transação no contrato de seguro: proteger o segurado é socialmente desejável?”. In: *Anais do XVI Congresso Nacional do CONPEDI*. Florianópolis, Fundação Boiteux.
- ALVES, Jones Figueirêdo [2002]. In: FIÚZA, Ricardo (coord.). *Novo Código Civil Comentado*. São Paulo, Saraiva.
- AZEVEDO, Luís Augusto Roux [2010]. “A comutatividade do contrato de seguro”. Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da USP. São Paulo, 2010. Disponível em [http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-25082011-134415/publico/A\\_comutatividade\\_do\\_contrato\\_de\\_seguro.pdf](http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-25082011-134415/publico/A_comutatividade_do_contrato_de_seguro.pdf) (acesso em 24.8.2015).
- BORGES, Nelson [2004]. “Os contratos de seguro e sua função social: a revisão securitária no novo Código Civil”. Disponível em <http://www.ibds.com.br/artigos/OsContratosdeSeguroesuaFuncaoSocial.pdf> (acesso em 24.8.2015).
- CARLINI, Angélica, e PETRAROLI, Ana Rita [2011]. “O suicídio e sua interpretação no Direito Brasileiro”. *Revista Brasileira de Risco e Seguro* 6/1-16. N. 12. Rio de Janeiro, outubro/2010-março/2011. Disponível em <http://www.rbrs.com.br/arquivos/RBRS12-1%20Ana%20Rita.pdf> (acesso em 24.8.2015).
- CARVALHO DE MENDONÇA, Manoel Inácio [1955]. *Contratos no Direito Civil Brasileiro*. 3ª ed., vol. 2. Rio de Janeiro, Forense.
- COMPARATO, Fábio Konder [1972a]. “Comentário a acórdão – Seguro – Cláusula de rateio proporcional – Juridicidade”. *RDM* 11/102-112. N. 7. São Paulo.
- [1972b]. “Notas explicativas ao Substitutivo ao capítulo referente ao contrato de seguro no Anteprojeto do Código Civil”. *RDM* 11/143-152. N. 5. São Paulo.
- FIÚZA, Ricardo (coord.) [2002]. *Novo Código Civil Comentado*. São Paulo, Saraiva.
- FRANÇA, Rubens Limongi [1988]. *Hermenêutica Jurídica*. 2ª ed. São Paulo, Saraiva.
- FRANCO, Vera Helena de Mello [2009]. *Contratos: Direito Civil e Empresarial*. São Paulo, Ed. RT.
- GAGLIANO, Pablo Stolze, e PAMPLONA, Rodolfo [2011]. *Novo Curso de Direito Civil: Contratos em Espécie*. 4ª ed., vol. 4, t. 2. São Paulo, Saraiva.
- GONÇALVES, Carlos Roberto [2014]. *Direito Civil Brasileiro: Contratos e Atos Unilaterais*. 11ª ed., vol. 3. São Paulo, Saraiva.
- HORTA, Paulo Gustavo Rebello [2010]. “Breves considerações sobre os efeitos do suicídio na cobertura dos contratos de seguros”. *Revista da EMERJ* 13/101-111. N. 52. Rio de Janeiro. Disponível em [http://bdjur.stj.jus.br/xmlui/bitstream/handle/2011/54390/breves\\_consideracoes\\_efeitos\\_horta.pdf?sequence=1](http://bdjur.stj.jus.br/xmlui/bitstream/handle/2011/54390/breves_consideracoes_efeitos_horta.pdf?sequence=1) (acesso em 24.8.2015).
- ILARDI, Saverio [1935]. “Il ‘rischio suicidio’ nel contratto di assicurazione vita”. *Il Foro Italiano* 60/204-224. Roma. Disponível em [http://www.jstor.org/le/23133938?&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/le/23133938?&seq=1#page_scan_tab_contents) (acesso em 24.8.2015).
- JOHN, Noleen, MURPHY, Brian, e SURRIDGE, Robert [2011]. *Houseman’s Law of Life Assurance*. 14ª ed. Londres, Bloomsbury Professional. Disponível em <http://uk.practicallaw.com/books/9781847667489/chapter09#HLA-ch09-UID42> (acesso em 24.8.2015).
- KRIGER FILHO, Domingos Afonso [2000]. *O Contrato de Seguro no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, Labor Juris. Disponível em <http://cesarkallas.net/arquivos/livros/direito/00566%20-%20O%20Contrato%20de%20Seguro%20no%20Direito%20Brasileiro.pdf> (acesso em 24.8.2015).
- LORENZI, Valeria de [2010]. *Contratto di Assicurazione: Disciplina Giuridica e Analisi Economica*. Milão, Wolters Kluwer Itália.
- MAXIMILIANO, Carlos [2011]. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 20ª ed. Rio de Janeiro, Forense.

- MONTEIRO, Washington de Barros [2013]. *Curso de Direito Civil: Direito das Obrigações, Segunda Parte*. 40ª ed., vol. 5. São Paulo, Saraiva.
- MURPHY, Brian, JOHN, Noleen, e SURRIDGE, Robert [2011]. *Houseman's Law of Life Assurance*. 14ª ed. Londres, Bloomsbury Professional. Disponível em <http://uk.practicallaw.com/books/9781847667489/chapter09#HLLA-ch09-UID42> (acesso em 24.8.2015).
- NADER, Paulo [2010]. *Curso de Direito Civil: Contratos*. 5ª ed., vol. 3. Rio de Janeiro, Forense.
- PAMPLONA, Rodolfo, e GAGLIANO, Pablo Stolze [2011]. *Novo Curso de Direito Civil: Contratos em Espécie*. 4ª ed., vol. 4, t. 2. São Paulo, Saraiva.
- PEREIRA, Caio Mário da Silva [2014]. *Instituições de Direito Civil: Contratos; Declaração Unilateral de Vontade; Responsabilidade Civil*. 18ª ed., vol. 3. Rio de Janeiro, Forense.
- PETRAROLI, Ana Rita, e CARLINI, Angélica [2011]. "O suicídio e sua interpretação no Direito Brasileiro". *Revista Brasileira de Risco e Seguro* 6/1-16. N. 12. Rio de Janeiro, outubro/2010-março/2011. Disponível em <http://www.rbrs.com.br/arquivos/RBRS12-1%20Ana%20Rita.pdf> (acesso em 24.8.2015).
- RODRIGUES, Sílvio [2004]. *Direito Civil: Dos Contratos e das Declarações Unilaterais de Vontade*. 30ª ed., vol. 3. São Paulo, Saraiva.
- STRECK, Lenio [2014]. *Lições de Crítica Hermenêutica do Direito*. Porto Alegre, Livraria do Advogado.
- SURRIDGE, Robert, JOHN, Noleen, e MURPHY, Brian [2011]. *Houseman's Law of Life Assurance*. 14ª ed. Londres, Bloomsbury Professional. Disponível em <http://uk.practicallaw.com/books/9781847667489/chapter09#HLLA-ch09-UID42> (acesso em 24.8.2015).
- TEIXEIRA, Napoleão [1972]. "Dois aspectos do tema suicídio". *Revista da Faculdade de Direito da UFPR* 15/130-136. N. 0. Curitiba. Disponível em <http://ojs.c3sl.ufpr.br/ojs/index.php/direito/article/view/7208/5159> (acesso em 24.8.2015).
- TIMM, Luciano Benetti, e ALVES, Francisco Kümmel Ferreira [2007]. "Custos de transação no contrato de seguro: proteger o segurado é socialmente desejável?". In: *Anais do XVI Congresso Nacional do CONPEDI*. Florianópolis, Fundação Boiteux.

# Doutrina & Atualidades

## O DEVER DE DILIGÊNCIA DOS ADMINISTRADORES E OS CUSTOS DE AGÊNCIA: LIÇÕES DO “CASO SADIA”

BARBARA BITTAR TEIXEIRA

GABRIELA ANDRADE GÓES

*1. Introdução. 2. O Processo Administrativo Sancionador/PAS 18/2008: 2.1 Operações financeiras – 2.2 A decisão da CVM – 2.3 Acórdão do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional/CRSFN – 2.4 O dever de diligência – 2.5 Governança corporativa e mecanismos de controle. 3. A teoria da agência e os deveres fiduciários: 3.1 O problema de agência – 3.2 Os custos de agência – 3.3 O problema de agência e os deveres fiduciários. 4. A decisão da CVM no PAS 18/2008 sob a ótica da teoria da agência. 5. Conclusão.*

**Resumo:** A decisão da Comissão de Valores Mobiliários/CVM no Processo Administrativo Sancionador/PAS 18/2008 conferiu um novo conteúdo ao dever de diligência, ao interpretá-lo a partir da ideia de monitoramento. O artigo trata do dever de diligência a partir do estudo desse caso. A teoria de agência é empregada como instrumental de análise, com o objetivo de verificar se a decisão da CVM neste caso cumpre com a função de diminuir os custos de agência. O artigo conclui que a interpretação conferida pela decisão pode contribuir para a diminuição dos custos de agência. Isso porque a afirmação do dever de diligência dos administradores como dever de monitorar, de se informar e de investigar pode liberar os acionistas dos custos de monitoramento.

**Palavras-chave:** Custos de agência; Dever de diligência; Direito societário; Governança corporativa; Responsabilidade dos administradores.

### MANAGERS’ DUTY OF CARE AND AGENCY COSTS: LESSONS FROM “SADIA CASE”

**Abstract:** The decision of the Securities and Exchange Commission in Administrative Sanctioning Procedure 18/2008 gave a new content to the duty of care, when interpreting it from the idea of monitoring. The article deals with the duty of care, from the study of this case. The agency theory is used as an analytical tool, with the purpose of verifying if the CVM’s decision in this case fulfills a function of reducing agency costs. The article concludes that the interpretation conferred by the decision may contribute to the reduction of agency costs. This is because, an assertion of the duty of care of directors and officers as a

duty to monitor, to be informed and to investigate may release the shareholders from the monitoring costs.

**Keywords:** Agency costs; Corporate governance; Corporate law; Duty of care; Managerial liability.

## 1. Introdução

Apesar de não existir no Direito Brasileiro uma disciplina cogente e única para definir a atuação e o poder decisório dos administradores, a Lei das Sociedades por Ações/Lei das S/A (Lei 6.404/1976) elencou os deveres gerais que eles têm de seguir.<sup>1</sup> Dentre esses deveres sobressaem os de lealdade e de diligência, cujos limites são traçados principalmente pela jurisprudência administrativa.<sup>2</sup>

O dever de diligência dos administradores está previsto no art. 153 da Lei das S/A, e é assunto que desperta bastante interesse no estudo do direito societário e da governança corporativa, especialmente em função da necessidade de delimitar os contornos da responsabilidade dos diretores e conselheiros, que atuam em nome dos acionistas, tendo em vista que a legislação não define precisamente o que é uma atuação diligente por parte dos administradores, mas, sim, apresenta esse dever por meio de um padrão geral de conduta.

Nesse contexto, a decisão da Comissão de Valores Mobiliários/CVM no Processo Administrativo Sancionador/PAS 18/2008<sup>3</sup>

1. Marcelo Vieira von Adamek, *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*, 2ª tir., São Paulo, Saraiva, 2010, p. 119.

2. Flávia Parente, *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro, Renovar, 2005, p. 47.

3. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 14.10.2010, disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214\\_PAS\\_1808.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf) (acesso em 10.10.2016).

consubstanciou-se em importante passo da jurisprudência administrativa, pois tratou do descumprimento do dever de diligência por parte dos administradores a partir da ideia de monitoramento.<sup>4</sup> Conforme destacado pela manifestação de voto do diretor Otávio Yazbek, trata-se de caso que revela que o surgimento de novas estratégias financeiras e operações das empresas não foi acompanhado de mudanças nas suas estruturas de governança.

De acordo com Yazbek,<sup>5</sup> esse novo quadro das companhias, composto por operações e estratégias financeiras mais complexas, traz consigo implicações para o conteúdo do dever de diligência. Em um primeiro momento, caracterizado por demandas mais singelas, o conteúdo do dever de diligência estava substancialmente relacionado ao dever de fiscalização direta dos conselheiros.<sup>6</sup> Em momento seguinte passou a integrar o conteúdo desse dever a necessidade de que os conselheiros, na existência de algum sinal de alerta (uma *red flag*, por exemplo), busquem informações de forma ativa.<sup>7</sup>

Assim, com a evolução da complexidade das atividades das empresas, que passaram a envolver de forma significativa operações financeiras, para além das atividades operacionais, o dever de diligência passa a englobar também a necessidade de estabelecimento de comitês consultivos e

4. Tradicionalmente o dever de diligência apresenta um conteúdo predominantemente gerencial e outro predominantemente de supervisão ou de fiscalização. Especificamente sobre o conteúdo fiscalizatório do dever de diligência, se antes ele era interpretado apenas como dever gerencial, atualmente a doutrina e a jurisprudência reconhecem a importância do papel das estruturas de controle interno. Esse entendimento, pela doutrina, do dever de criação de estruturas adequadas de gestão e controle tem inúmeras consequências práticas, trazendo novos desafios e solucionando alguns problemas antigos.

5. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit., p. 55.

6. Idem, *ibidem*.

7. Idem, *ibidem*.



de outros mecanismos e procedimentos, ou seja, de “controles internos”.<sup>8</sup> O conteúdo do dever de diligência dos conselheiros passa a contemplar, então, o dever de zelar pela estruturação e adequação dos controles internos e pela capacidade desses controles de impedir determinadas situações ou de gerar sinais de alerta.<sup>9</sup>

Por evidenciar esse novo conteúdo do dever diligência, a referida decisão foi selecionada como estudo de caso único, estratégia de pesquisa adotada por este artigo para analisar o tema do dever de diligência. A pesquisa por caso único implica realizar um estudo em profundidade sobre um caso, por se acreditar que é possível aprender algo a partir dessa análise. Assim, no estudo de caso o objetivo não é apenas se aprofundar nas especificidades do caso em questão, mas também na sua aplicação em outras situações parecidas.<sup>10</sup>

No presente artigo escolhemos trabalhar com o PAS 18/2008 pois, como referido acima, ele trouxe uma mudança de entendimento importante sobre o dever de diligência e discussões relevantes sobre governança. Ademais, ele atende a diversos critérios que influem na escolha de um caso, como sua pertinência teórica com relação ao objetivo da pesquisa, sua exemplaridade e tipicidade, a possibilidade de aprender com ele e sua acessibilidade à investigação.<sup>11</sup>

Como instrumental de análise do caso será usada a teoria da agência. O objetivo do estudo é verificar se a forma de decidir da CVM cumpre com a função de diminuir os custos de agência.<sup>12</sup>

8. Idem, pp. 55-56.

9. Idem, p. 56.

10. Álvaro P. Pires, “Amostragem e pesquisa qualitativa: ensaio teórico e metodológico”, in Jean Poupart *et al.*, *A Pesquisa Qualitativa – Enfoques Epistemológicos e Metodológicos*, 4ª ed., Petrópolis, Vozes, 2014, p. 180.

11. Idem, p. 183.

12. Nesse sentido, Reinier Kraakman *et al.* afirmam que a perspectiva de análise, a partir da teoria

O presente artigo se propõe, portanto, a examinar se a interpretação do dever de diligência conferida pela CVM no “caso Sadia” pode contribuir para diminuir os custos de agência nas companhias. Isto é, se a responsabilização dos agentes pelas falhas de monitoramento e pela implementação de estruturas efetivas de governança, exigindo a efetividade dos instrumentos de controle, é um ponto relevante para a diminuição dos custos discutidos pela teoria da agência.

## 2. O Processo Administrativo Sancionador/PAS 18/2008

O PAS 18/2008 foi instaurado na CVM para a apuração “de responsabilidade dos administradores da Sadia S/A por eventuais irregularidades relacionadas a operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos e na divulgação de informações pela companhia”, em infração aos arts. 153 e 160 da Lei 6.404/1976.

A autarquia teve conhecimento das perdas sofridas pela Sadia S/A por meio da divulgação de Fatos Relevantes, sendo que o primeiro foi publicado em 25.9.2008, informando a decisão da empresa de liquidar antecipadamente operações com derivativos, que ocasionaram perdas de aproximadamente R\$ 760.000.000,00. O segundo foi divulgado no dia seguinte, 26.9.2008, complementando o anterior e informando que as liquidações ocorreram com caixa próprio da Sadia, sendo que a empresa já tinha conseguido garantir a normalidade das operações, por meio da obtenção de linhas de crédito.

Em razão das informações divulgadas, foi instaurado pela CVM o Inquérito

da agência, enxerga no direito societário diferentes estratégias legais para mitigar a vulnerabilidade do principal ao oportunismo de seus agentes (*The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, 3ª ed. Oxford, Oxford University Press, 2017, p. 31).

Administrativo 18/2008, visando a apurar a materialidade e a autoria dos fatos até então observados.

## 2.1 Operações financeiras

A operação de *hedge* como proteção cambial é prática muito utilizada por empresas vulneráveis a variações de câmbio. Isso porque ela atua como um seguro contra as oscilações de preços e câmbios que possam afetar negativamente o desempenho da empresa. Entretanto, a utilização desse instrumento deve ser compatível com a área de atuação, a necessidade de proteção, a limitação de risco e a política financeira da companhia.<sup>13</sup> Em relação ao caso da Sadia S/A, a empresa utilizou os derivativos e estratégias de *hedge* extrapolando a simples defesa das oscilações cambiais, adotando uma posição financeira extremamente especuladora.

Embasada pelo relatório da BDO Trevisan, a acusação concluiu que a Sadia S/A realizava operações com derivativos conhecidas como “2x1” que concentravam 70% de toda sua posição vendida.<sup>14</sup> Tais operações funcionavam da seguinte forma: a empresa acordou com a instituição financeira uma taxa de câmbio pela qual ela venderia seus Dólares mensalmente (*strike*).<sup>15</sup> Caso o câmbio fechasse abaixo do *strike* combinado, a empresa poderia vender uma quantidade “x” de Dólares para a instituição financeiri-

ra.<sup>16</sup> Entretanto, caso o câmbio depreciasse, fechando acima do *strike*, a empresa se tornaria *obrigada* a vender uma quantidade 2x de Dólares à instituição financeira, mantendo a taxa combinada anteriormente.<sup>17</sup>

Dessa forma, em um cenário desfavorável como o de 2008, a Sadia S/A se viu obrigada a vender uma quantidade de Dólares duas vezes maior do que compraria no cenário favorável, a baixo preço. Ademais, assim como na maioria das operações 2x1, a Sadia S/A tinha um limite máximo de lucro que poderia ser acumulado por meio da venda de Dólares, enquanto a recíproca não era válida para a instituição financeira.<sup>18</sup> Consequentemente, a empresa se viu obrigada a vender os Dólares para a instituição financeira, sem limite de perda para ela.

Ainda em relação às operações financeiras, a acusação, por meio da análise dos relatórios formulados pela KPMG Auditores Independentes,<sup>19</sup> concluiu que os relatórios de risco da Sadia S/A se valiam de parâmetros que não constavam na política financeira da empresa para analisar a posição máxima de *hedge*. Além disso, quando foram detectados desenquadramentos nos investimentos, eles não foram corrigidos nos três meses considerados.

Em relação à sua política financeira, a Sadia definia quais eram os responsáveis pelo seu cumprimento. Entretanto, segundo a acusação, a despeito da estrutura complexa e dos inúmeros comitês previstos pela política financeira, não existiam registros de deliberações realizadas nesses comitês. Além disso, a empresa não seguia à risca as políticas de controle de risco previstas: *stop-loss*, controle de alçadas e política de *hedge* e *stress test*.

A política de *stop-loss* era entendida na companhia como parâmetros que limitavam

13. Rodrigo Garcia Barreto, *Operações de Hedge Cambial em Empresas Não Financeiras: um Estudo de Caso das Empresas Aracruz Celulose e Sadia*, dissertação, Rio de Janeiro, FGV/Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, 2011, p. 9.

14. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit., pp. 6-7.

15. Rodrigo Garcia Barreto, *Operações de Hedge Cambial em Empresas Não Financeiras: um Estudo de Caso das Empresas Aracruz Celulose e Sadia*, cit., p. 29.

16. Idem, ibidem.

17. Idem, ibidem.

18. Idem, ibidem.

19. Idem, p. 8.

as perdas com as operações financeiras realizadas. O monitoramento era realizado por meio de desvio-padrão.<sup>20</sup> Ocorre que nos casos em que ele fosse extrapolado não havia previsão sobre quem seria o responsável por adotar os procedimentos previstos.

No tocante ao controle de alçadas, para as operações de *hedge* havia limites específicos para as gerências de risco e financeira, para a diretoria executiva e para o comitê financeiro do conselho de administração. Entretanto, a política financeira era vaga e não determinava se esse valor era por contrato, por banco ou por dia. Assim, mais uma vez as respostas dos acusados foram descontraídas, demonstrando a desorganização e falhas dos mecanismos.

Além disso, a acusação concluiu que não havia canais de comunicação entre a gerência de risco e o comitê financeiro, pois aquela se reportava diretamente ao diretor financeiro. Dessa forma, as operações eram realizadas no âmbito na diretoria financeira e não eram devidamente fiscalizadas, sem instrumentos efetivos de controle externo.

Ainda sobre as operações da política financeira, a empresa não aplicava os procedimentos de *stress tests* nas operações de *hedge*. Teoricamente, eles seriam usados para controlar os riscos de mercado, estabelecendo limites, como o de até 20% do patrimônio da Sadia em operações de *hedge* referentes à exposição em moedas.

## 2.2 A decisão da CVM

Conforme as investigações, os administradores da Sadia S/A ficaram sabendo do descumprimento das regras da política financeira da empresa por meios distintos. Nesse

sentido, a acusação pediu a responsabilização dos membros do conselho de administração e de diretores por falta de diligência, por desconhecer a própria estrutura da Sadia e as regras da política financeira da empresa, conforme o art. 153 da Lei 6.404/1976. Ademais, afirma que houve violação ao dever de se informar por parte dos membros dos comitês financeiros e de auditoria.

Segundo a decisão proferida pela CVM, o dever de diligência está relacionado com o dever de monitoramento, que deve levar em consideração a estrutura da empresa, os riscos mais relevantes e as operações mais importantes. Conforme o Relator, Alexandre Broedel Lopes,

“se a realização de operações com derivativos pode levar à descontinuidade da companhia, tais operações, consequentemente, merecem atenção especial nos sistemas de monitoramento”.<sup>21</sup>

Observa-se que a leitura feita pelo Relator não interfere na ideia de *business judgment rule*, afirmada pela doutrina e pela própria CVM. Assim, não está em questionamento a opção de uma empresa como a Sadia de realizar operações financeiras com derivativos, tampouco os próprios prejuízos gerados. A discussão é sobre a diligência dos administradores, a partir da adoção e do monitoramento dos sistemas de controle, bem como a verificação do cumprimento da própria política financeira da empresa.

Em relação aos membros do conselho de administração, conforme a decisão, era seu dever acompanhar os sistemas de monitoramento de riscos, inseridos na política estabelecida na própria companhia. Ocorre que, no caso em tela, as principais distorções ocorriam em função da posição organizacional na empresa. Isto é, os responsáveis pela análise de risco não podiam estar subordinados aos diretores responsáveis pelas

20. O monitoramento era realizado conforme o desvio-padrão anualizado de 5, 30, 180 e 360 dias dos preços dos ativos individualmente (Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit., item 29 do inquérito).

21. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit., p. 42.

operações financeiras. Assim, apesar de a política financeira instituir um sistema que, em teoria, era completo, formado por vários comitês, além de funcional, na prática ele não protegeu a continuidade da empresa.

Dessa forma, para agir com diligência, os conselheiros tinham o dever de se informar, de conhecer o fluxo dos sistemas de controle de riscos e, conseqüentemente, conhecer a ineficiência do modelo. Isto é, se eles conhecessem o controle da política financeira da empresa e não tivessem se restringido às informações passadas pela diretoria, teriam percebido que essa estava agindo a seu livre-arbítrio, visto que nenhum órgão independente a fiscalizava.

Conforme a decisão da CVM e o voto do Relator, os sistemas de controle deveriam servir para que os atos da diretoria fossem monitorados pelo conselho de administração.<sup>22</sup> Ao negligenciar as falhas existentes no modelo do sistema de controle, os conselheiros deixaram de cumprir seu dever de informar e de monitorar os controles internos da Sadia e os atos praticados pela diretoria.

Já, em relação aos conselheiros que eram partes dos comitês financeiro e de auditoria a principal falha foi em relação ao dever de se informar, corolário do dever de diligência. Se faltavam informações, a obrigação deles era investigar, vale dizer, procurar novas fontes sobre o descumprimento da política financeira da empresa.

Especificamente em relação ao comitê de auditoria, seu papel era “monitorar os sistemas de gerenciamento de riscos do ambiente de controles internos da sociedade”<sup>23</sup> e verificar os “controles internos eficazes, promovendo o seu permanente monitoramento”.<sup>24</sup> Assim, a responsabilidade dos seus membros pela ineficácia dos controles internos, que atrapalhava diretamente o monitora-

mento do enquadramento das operações na política financeira, é agravada. Já, no tocante ao diretor financeiro a decisão se concentrou na violação do dever de diligência pela inobservância dos limites estabelecidos na política financeira da empresa.

A fundamentação da decisão da CVM no PAS 18/2008 explicita os deveres decorrentes da instituição de novas operações financeiras que podem afetar a estrutura da empresa. Conforme a autarquia, não é suficiente adotar o discurso de governança sem avaliar sua real efetividade e capacidade de lidar com a nova realidade financeira da empresa.

Segundo o voto de Otávio Yazbek no caso da Sadia S/A, as operações com derivativos exigiam uma política mais elaborada, isto é, a simples instituição de limites para os riscos não era suficiente.<sup>25</sup>

Além disso, conforme o diretor, em razão da dificuldade de fiscalização direta, a tendência hoje é a criação de mecanismos de controle, como os comitês, que permitem a análise da realidade de modo informado. Ocorre que, nesse caso, a responsabilidade dos conselheiros deve ser com a “adequação dos controles internos, com a capacidade que estes têm de impedir determinadas situações ou de gerar sinais de alerta”.<sup>26</sup>

Assim, conclui o diretor que a mera instituição de instrumentos de monitoramento, ou dos próprios comitês, não exime os conselheiros da responsabilidade. Para que eles ajam de forma diligente os mecanismos devem ser eficazes e adequados para o controle das operações.

Por fim, o Colegiado decidiu responsabilizar os conselheiros e diretores da Sadia S/A por violação ao dever de diligência, conforme o art. 153 da Lei 6.404/1976, à exceção dos dois conselheiros que se desligaram antes e de outros dois que assumiram

22. Idem, item 45 do voto do Relator.

23. Idem, p. 48.

24. Idem, *ibidem*.

25. *Ibidem*, p. 55.

26. Idem, p. 56.

suas atribuições no conselho de administração depois de abril/2008. Nesses casos todos foram absolvidos, por inexistência nos autos de informações que permitissem sua responsabilização.

### 2.3 Acórdão do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional/CRSFN

O acórdão do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional/CRSFN julgou o Recurso de Ofício 13.310 em razão da absolvição dos quatro conselheiros, no PAS 18/2008. Nesse sentido, foi mantida a decisão da CVM tanto a favor da absolvição de conselheiros que não integravam o conselho de administração na época das operações investigadas quanto em relação à leitura do dever de diligência como dever de monitoramento.

### 2.4 O dever de diligência

A decisão da CVM no “caso Sadia” adota uma interpretação importante sobre o dever de diligência. De acordo com a fundamentação dos votos, a nova realidade das empresas e o contexto extremamente complexo em que elas estão inseridas exigem novos contornos em relação aos deveres dos administradores.

Nessa linha, dentre os principais pontos do acórdão destacam-se: (a) a reafirmação da aplicação do *business judgment rule*,<sup>27</sup> interpretação vista por todos os diretores como correta e atual; e (b) a adoção e o monitoramento dos sistemas de controle como deveres dos administradores.

Em relação à adoção de sistemas de controle, segundo Otávio Yazbek,<sup>28</sup> o dever

27. Sobre o tema da *business judgment rule*, v.: Mariana Pargendler, “Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no Direito Brasileiro”, RT953/51-74, São Paulo, Ed. RT, 2015.

28. Otávio Yazbek, “Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira:

dos conselheiros de fiscalizar tem, hoje, um caráter mais “sintético”. Desse modo, as estruturas de controle interno passam a ter importância fundamental. Em outras palavras: a ideia de monitoramento direto passa a ser substituída pelo monitoramento a partir da constituição de estruturas adequadas de gestão e controle.<sup>29</sup>

No “caso Sadia”, conforme a acusação e a decisão da CVM, os comitês eram inoperantes, a empresa não seguia a política de controle de riscos e a diretoria financeira não era fiscalizada. Tais problemas eram decorrentes do desconhecimento da estrutura da companhia, do desinteresse, pelos conselheiros, na obtenção de informações e, principalmente, pela distorção da posição organizacional da empresa e pelas falhas nos sistemas de controle.

Dessa forma, a decisão da autarquia foi a de analisar o dever de diligência a partir da adoção e do monitoramento dos instrumentos de controle. No entanto, como bem frisam Alessandro Broedel Lopes e Otávio Yazbek,<sup>30</sup> não basta que exista o sistema de controle ou que seja implementada a governança na companhia. Isto é: para que os administradores atuem com diligência é necessária a verificação da eficácia desses modelos e dos mecanismos adequados para o controle das operações.

Assim, o conteúdo do dever de diligência passa a ser também zelar pela estruturação dos controles internos *adequados* e em conformidade com a estrutura da empresa.<sup>31</sup> Observa-se, também, que, conforme a decisão da CVM, o dever de acompanhar esses sistemas de monitoramento é do conselho de

um exercício e alguns desafios, in Luiz Fenando Martins Kuyven (org.), *Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*, São Paulo, Saraiva, 2012, p. 955.

29. Idem, p. 956.

30. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit.

31. Idem, pp. 55-56.

administração, de modo que modelos ineficazes constituem violação ao dever de diligência, especialmente do dever de vigiar.<sup>32</sup>

Especificamente quanto aos modelos de monitoramento, basicamente, eles devem observar algumas características – as quais não eram seguidas pela Sadia S/A. Assim, conforme a decisão da CVM: (a) o conselho de administração deve ter acesso às informações da empresa; (b) os comitês especializados devem ser operantes e atuar com independência; (c) a competência e as atividades dos comitês especializados devem ser bem definidas; (d) a posição organizacional da empresa deve ser bem delimitada.<sup>33</sup>

### 2.5 Governança corporativa e mecanismos de controle

A decisão da CVM no PAS n. 18/2008 dialoga com a literatura sobre governança corporativa. A governança corporativa é entendida como o conjunto de instrumentos que disciplina as relações entre os investidores da empresa e seus gestores.<sup>34</sup> Sua grande preocupação associa-se diretamente à teoria da agência, visto que ela busca que a atuação dos agentes se dê sempre no interesse de acionistas e terceiros vinculados à atividade empresarial.

Como já apresentado, a decisão da CVM no PAS 18/2008 trata justamente sobre a ineficácia dos mecanismos de governança implementados pela Sadia S/A. As falhas no sistema de controle da empresa, o não funcionamento de seus comitês, a falta de fiscalização da diretoria e o desconhecimento

da estrutura pelos próprios membros do conselho de administração culminaram no descumprimento da política financeira da própria empresa e, conseqüentemente, em vultosos prejuízos financeiros.

Dentre os princípios da governança corporativa estão os deveres fiduciários dos administradores.<sup>35</sup> Em relação ao dever de diligência, os administradores não podem apenas tomar decisões de forma informada, pois, em um contexto de governança, ser diligente implica uma postura proativa na fiscalização e no monitoramento da empresa.<sup>36</sup>

Nesse sentido, para agir com diligência, o conselho de administração precisa monitorar a empresa internamente, revisando continuamente a estrutura de controle e assegurando que as funções e atribuições de cada agente estejam claras dentro da companhia.<sup>37</sup> O papel exercido pelos conselheiros é, assim, fundamental para a boa governança corporativa, visto que são eles que orientam, fiscalizam e avaliam a atuação da diretoria.<sup>38</sup>

Desse modo, uma das recomendações para que os conselheiros exerçam suas funções é a constituição de comitês para a discussão de assuntos específicos.<sup>39</sup> No caso da Sadia S/A, a despeito da previsão pela política financeira, os comitês não eram atuantes, o que contribuiu diretamente para a ineficácia do sistema de controle da empresa.

As falhas no sistema de governança na Sadia S/A estavam ligadas a problemas nos

35. Michael W. Peregrine, “Why Enron remains relevant”, Harvard, 2016, disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/02/why-enron-remains-relevant> (acesso em 15.12.2016).

36. Alexandre Couto Silva, *Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2007, p. 7.

37. Idem, pp. 7-8.

38. Mario Engler Pinto Jr., “A governança corporativa e os órgãos da administração”, cit., in Maria Eugênia Reis Finkelstein e José Marcelo Martins Proença (coords.), *Gestão e Controle*, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 103.

39. Idem, p. 104.

32. Idem, p. 45.

33. Larissa Teixeira Quattrini, *Os Deveres dos Administradores de Sociedades Anônimas Abertas: Estudo de Casos*, São Paulo, Saraiva, 2012, p. 217.

34. Mario Engler Pinto Jr., “A governança corporativa e os órgãos da administração”, in Maria Eugênia Reis Finkelstein e José Marcelo Martins Proença (coords.), *Gestão e Controle*, São Paulo, Saraiva, 2008, p. 78.

controles internos da empresa, os quais são entendidos como processos implementados pela administração de uma companhia voltados a promover com garantia os objetivos específicos da empresa.<sup>40</sup> Um sistema de controle de gestão deve direcionar o comportamento dos administradores para o cumprimento dos objetivos da empresa, especialmente para que esses não ajam com má-fé, negligência ou incompetência.<sup>41</sup> Além disso, ele deve exercer algumas formas de controle de risco, que claramente eram ineficazes no “caso Sadia”.

O chamado controle de desempenho é meio de garantir que os recursos mobilizados pela empresa sejam aplicados de modo a trazer resultados para os acionistas, conforme a expectativa deles e a política de risco instituída pela empresa.<sup>42</sup> Já, o controle da veracidade e da qualidade da informação assegura que os gestores responsáveis por comunicar os acionistas sobre as principais operações da empresa não irão omitir, distorcer ou atrasar as informações.<sup>43</sup>

Ademais, quando se discute governança e mecanismos de controle, algumas questões devem ser lavadas em consideração, dentre as quais estão: (a) os papéis do conselho de administração e da diretoria para a consoli-

dação de um ambiente de controle eficaz e eficiente no gerenciamento de riscos; (b) a separação entre as funções do conselho de administração e as da diretoria na implementação dos mecanismos de controle; (c) a fiscalização da atuação da diretoria nos procedimentos de gestão de risco e na aderência aos modelos criados; e (d) o papel da auditoria interna e dos comitês.<sup>44</sup>

A análise do “caso Sadia” mostra, justamente, como uma empresa desprovida dos sistemas de controle apresenta falhas nos pontos centrais elencados acima.<sup>45</sup> A Decisão da CVM 18/2008 demonstra como os conselheiros não tinham informações sobre as operações financeiras e sobre a própria estrutura da empresa, como os comitês eram inoperantes, como a auditoria interna era ineficaz para detectar fraudes e, por fim, como a diretoria não era monitorada, visto que o gerente de risco – responsável por fiscalizá-la – estava a ela subordinado.

### 3. A teoria da agência e os deveres fiduciários

Uma forma de análise do dever de diligência – e, de forma mais genérica, dos deveres fiduciários – está baseada em parte da literatura societária que afirma que uma

40. Sebastião Bergamini Jr., “Controles Internos como um instrumento de governança corporativa”, *Revista do BNDES* 12/162, n. 24, 2005, disponível em <http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/bergamini-2005.pdf> (acesso em 15.12.2016).

41. Martin Hellwig, “On the economics and politics of corporate finance and corporate control”, in Xavier Vives (ed.), *Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000.

42. Nilton Cano Martin, Lílian Regina Santos e José Maria Dias Filho, “Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria”, *Revista Contabilidade & Finanças* 34/9, janeiro/2004, disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772004000100001](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000100001) (acesso em 15.8.2016).

43. Idem, pp. 9-10.

44. Sebastião Bergamini Jr., “Controles Internos como um instrumento de governança corporativa”, cit., *Revista do BNDES* 12/163.

45. De modo similar, uma das lições do “caso Enron” é sobre como o conselho de administração não está imune a conduzir a governança da empresa de forma problemática. Além disso, ele está sujeito também a falhar na implementação adequada dos controles e a resolver os problemas que merecem atenção. Além disso, outra semelhança entre o “caso Sadia” e o norte-americano é a falha do conselho em apreciar informações de uma transação específica que tinha potencial para prejudicar muito a empresa, como ocorreu em ambos os casos (Michael W. Peregrine, “Why Enron remains relevant”, cit., disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/02/why-enron-remains-relevant> (acesso em 15.12.2016).

das funções do direito societário consiste em controlar os conflitos de interesse existentes entre os órgãos e agentes das companhias; conflitos, esses, que possuem o caráter de problemas de agência.<sup>46</sup> Tal perspectiva analisa o direito societário a partir de ferramentas teóricas advindas da teoria econômica, buscando verificar como diferentes estratégias legais podem endereçar problemas de agência.

A análise que apresentamos a seguir parte, justamente, dessa perspectiva teórica. Para tanto, buscaremos apresentar o que se entende por *problema de agência*, quais são os custos de agência e como os deveres fiduciários se relacionam com esse problema.

### 3.1 O problema de agência

A teoria da agência está baseada na definição do problema de agência desenvolvida por Jensen e Meckling.<sup>47</sup> Esse problema parte da compreensão da relação de agência, sendo essa definida pelos referidos autores como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (denominadas principal) incumbem outra pessoa (denominada agente) para realizar alguma atividade em seu nome e em seu interesse. Naturalmente, determinar essa incumbência envolve delegar poder ao agente para que esse tome decisões em nome do principal.

O problema de agência decorre, assim, da percepção desenvolvida por Jensen e Meckling<sup>48</sup> de que, sendo as duas partes, agente e principal, atores econômicos que buscam maximizar sua utilidade, há boas

razões para se afirmar que o agente nem sempre irá atuar no melhor interesse do principal. Assim, o problema de agência está em motivar o agente para atuar no interesse do principal, e não apenas com base no seu próprio interesse.<sup>49</sup>

O cerne da dificuldade verificada nessa relação, e que conduz ao problema de agência, decorre do fato de que o agente geralmente está mais bem informado do que o principal a respeito dos fatos relevantes de uma dada situação. Além disso, é difícil para o principal assegurar-se de que o agente está atuando conforme o acertado. Diante desses dois fatores, portanto, o agente possui incentivos para atuar de forma oportunista.<sup>50</sup> Ou seja, o agente pode ficar tentado a privilegiar seus próprios interesses, em detrimento do interesse do principal.<sup>51</sup>

No âmbito do direito societário, especificamente, podem surgir três tipos de problemas de agência. O primeiro destes envolve o conflito entre os proprietários da sociedade (acionistas) e seus administradores. Neste caso, os proprietários correspondem ao principal e os administradores são os agentes. O problema de agência está, portanto, em assegurar que os administradores atuem no interesse dos acionistas, ao invés de perseguirem seus próprios interesses.<sup>52</sup>

Já, o segundo problema de agência envolve, de um lado, os acionistas majoritários ou controladores e, de outro, os acionistas minoritários ou não controladores. Nesta modalidade de problema de agência os primeiros figuram como agentes e os últimos

46. Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, cit., 3ª ed., p. 29.

47. Michael C. Jensen e William H. Meckling, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3/305-360. N. 4, 1976, disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043), p. 5 (acesso em 20.10.2016).

48. Idem, *ibidem*.

49. Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, cit., 3ª ed., p. 29.

50. Idem, *ibidem*.

51. Robert H. Sitkoff, "An economic theory of fiduciary law", in Andrew Gold e Paul Miller (eds.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford, Oxford University Press, 2014, p. 3.

52. Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, cit., 3ª ed., pp. 29-30.



como principais. Dessa forma, o problema de agência consiste em assegurar que os acionistas controladores atuem no interesse dos acionistas não controladores.<sup>53</sup>

A terceira modalidade de problema de agência, por sua vez, envolve um conflito entre a própria sociedade e outras partes com as quais esta se relaciona, tais como credores, funcionários e consumidores. Neste caso, o desafio consiste em assegurar que a sociedade, enquanto agente, não atue de forma oportunista com relação aos interesses desses diversos outros principais.<sup>54</sup>

No contexto societário brasileiro o problema de agência é verificado especialmente entre acionistas controladores (agentes) e minoritários (principal), visto que a grande maioria das companhias abertas aqui tem acionista(s) majoritário(s) detentor(es) da maioria do capital votante. O problema de agência verificado no contexto brasileiro, portanto, ocorre na medida em que o acionista controlador, ao participar da gestão da companhia enquanto tal, também deve atuar como representante dos interesses dos acionistas minoritários. Porém, existem diversas situações em que determinada ação pode privilegiar os interesses do acionista controlador em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários.<sup>55</sup>

Todas essas modalidades, portanto, representam facetas variadas do problema de agência. Em todas essas, para dar conta das dificuldades acima expostas, tanto agentes quanto principais incorrem em custos. Esses são denominados *custos de agência* e serão abordados a seguir.

### 3.2 Os custos de agência

Para limitar a possibilidade de ocorrência desse desalinhamento de interesses

entre agente e principal, Jensen e Meckling<sup>56</sup> observam que o principal pode estabelecer incentivos para o agente, bem como pode monitorar suas atividades. Por sua vez, o agente também pode criar mecanismos para garantir que não irá tomar certas atitudes que possam prejudicar os interesses do principal.

Porém, os autores observam que o principal não consegue assegurar que o agente tomará boas decisões (do ponto de vista do principal) a um custo zero. Nesse sentido, nas relações de agência tanto o principal quanto o agente irão incorrer em custos de monitoramento e em *bonding costs*, sendo que mesmo incorrendo em tais custos ainda poderão existir divergências entre as decisões tomadas pelo agente e as decisões que potencialmente privilegiariam o interesse do principal.<sup>57</sup>

Diante disso, Jensen e Meckling definem os custos de agência como a soma dos custos de monitoramento suportados pelo principal; dos *bonding costs* suportados pelo agente; e da perda residual. A análise realizada por Jensen e Meckling tem como foco os custos de agência decorrentes da relação entre acionistas (principal) e administradores das companhias (agentes). Passamos, então, a expor como esses custos de agência se verificam nessa relação.

Primeiramente, os custos de monitoramento consistem nos custos incorridos pelos acionistas para monitorar a atuação dos administradores. Jensen e Meckling<sup>58</sup> sustentam que é possível dispender recursos para alterar a oportunidade que os administradores têm para extrair benefícios não pecuniários. Como exemplos de métodos que

53. Idem, *ibidem*.

54. Idem, p. 30.

55. Érica Cristina Rocha Gorga, *Direito Societário Atual*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2013, pp. 55-56.

56. Michael C. Jensen e William H. Meckling, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", cit., *Journal of Financial Economics* 3/305-360, disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043), p. 6 (acesso em 20.10.2016).

57. Idem, p. 5.

58. Idem, p. 26.

podem atingir esse feito os autores citam a realização de auditorias, o estabelecimento de sistemas de controle formais, restrições de orçamento, bem como a definição de sistemas de incentivos baseados em remuneração. Essas atividades de monitoramento e controle, segundo os autores, servem para aproximar os interesses dos administradores aos interesses dos acionistas.<sup>59</sup>

Já, o que os autores definem como *bonding costs* deriva da possibilidade de os administradores despenderem recursos para garantir aos acionistas que eles (administradores) irão limitar suas atividades que custam para a companhia um montante específico. Esses *bonding costs* assumem formas como garantias contratuais para se ter as contas da companhia auditadas por um contador, compromisso explícito assumido pelos administradores contra a prática de atos ilegais e, ainda, limitações contratuais ao poder de decisão dos administradores.<sup>60</sup>

Vistos quais são os custos de agência existentes na relação entre administradores e acionistas, passamos a identificar um mecanismo legal que pode vir a mitigar esses custos.

### 3.3 O problema de agência e os deveres fiduciários

Como referido anteriormente, a análise que este artigo pretende apresentar consiste em verificar se e como o dever de diligência tal qual o estabelecido no “caso Sadia” contribui para diminuir os custos de agência. Essa forma de análise, portanto, enquadra-se em parte da literatura que reconhece que o Direito pode desempenhar um importante papel em reduzir custos de agência.<sup>61</sup>

59. Idem, *ibidem*.

60. Idem, pp. 28-29.

61. Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, cit., 3ª ed., p. 30.

Nesse sentido, ao buscar endereçar problemas de agência o direito societário apresenta um conjunto básico de estratégias legais. Tais estratégias, nessa perspectiva teórica, buscam mitigar a vulnerabilidade dos principais ao oportunismo dos agentes.<sup>62</sup>

Assim, antes de analisar se e, em caso positivo, como o dever de diligência na forma estabelecida no “caso Sadia” contribui para diminuir os custos de agência, é preciso observar como o dever de diligência, enquanto dever fiduciário, funciona como estratégia legal para lidar com o problema de agência.

A esse respeito destacam-se dois trabalhos principais, os quais foram desenvolvidos por Cooter e Freedman (1991) e por Easterbrook e Fischel (1993), inspirados a partir da teoria da agência. Esses trabalhos representam a base da teoria econômica das relações fiduciárias.<sup>63</sup>

De forma geral, essa teoria observa que problemas de agência são característicos de relações fiduciárias, dentre as quais está a relação entre os acionistas de uma companhia e seus administradores. Isso porque, idealmente, para o beneficiário/principal essa relação seria governada por regras específicas, que delimitassem como o fiduciário/ agente deveria atuar no melhor interesse do principal. Ocorre que nesse tipo de relação não é possível definir antecipadamente o comportamento específico desejado do agente. Além disso, um monitoramento constante da atuação do fiduciário/agente, que protegeria o beneficiário/principal, é geralmente custoso ao nível de ser proibitivo.<sup>64</sup>

62. Idem, p. 31.

63. Robert H. Sitkoff, “An economic theory of fiduciary law”, cit., in Andrew Gold e Paul Miller (eds.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, p. 1.

64. Robert Cooter e Bradley J. Freedman, “The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences”, *New York University Law Review* 66/1.046-1.047, 1991, disponível em <http://scholarship.law.berkeley.edu/facpubs/1330> (acesso em 1.11.2016).

Desse caráter econômico das relações fiduciárias, então, decorre o questionamento de como induzir uma parte a fazer o que está no interesse de outra sem definir anteriormente de forma expressa o que deve ser feito. De acordo com a teoria econômica das relações fiduciárias, são os deveres fiduciários que podem dar conta dessa tarefa.<sup>65</sup>

Nessas relações a imposição de obrigações fiduciárias é indicada para a mitigar o problema de agência. Isso porque, ainda que o agente possua ampla discricionariedade para atuar, sua conduta pode, com a imposição de deveres fiduciários, ser posteriormente avaliada pelo principal. Ou seja: é possível verificar *a posteriori*, com base em deveres fiduciários, se a decisão tomada pelo agente se deu no melhor interesse do principal.<sup>66</sup>

Nesse sentido, o papel principal da obrigação fiduciária é de dissuasão. Tendo em conta a possibilidade de ser posteriormente responsabilizado por não ter atuado no interesse do principal, o agente induz sua atuação em prol do atendimento ao interesse do principal.<sup>67</sup> Além disso, o papel do dever de diligência com relação ao problema de agência também é verificado na medida em que esse problema decorre da impossibilidade de se definir contratual e antecipadamente a forma de atuação do agente. O dever de diligência consiste, então, em um padrão que permite ser decidido posteriormente se, tendo em conta todas as circunstâncias do caso concreto, o agente atuou de acordo com o que as partes teriam acordado antecipadamente caso isso fosse possível.<sup>68</sup>

Nesse sentido, os deveres fiduciários reduzem os custos de transação. Isso porque, ao invés de tentarem antecipadamente

determinar contratualmente todas as formas de atuação para cada contingência futura, as partes necessitam apenas endereçar as contingências que sejam importantes o suficiente para justificar os custos de transação envolvidos em se determinar uma provisão expressa. Para todas as outras o dever fiduciário irá preencher a lacuna contratual.<sup>69</sup>

Tendo observado como, na perspectiva teórica adotada, o dever de diligência pode endereçar o problema de agência, passamos a analisar se, e de que forma, a decisão da CVM potencialmente reduz os custos de agência verificados na relação entre os administradores da companhia e seus acionistas.

#### **4. A decisão da CVM no PAS 18/2008 sob a ótica da teoria da agência**

Como observado anteriormente, a decisão do colegiado da CVM no PAS 18/2008 responsabilizou membros do conselho de administração e o diretor financeiro da Sadia S/A por descumprimento de seu dever de diligência, verificado em operações com instrumentos financeiros derivativos realizadas em 2008, as quais geraram perdas importantes para a companhia, chegando a comprometer sua continuidade. Para sustentar tal responsabilização, a referida decisão conferiu determinado conteúdo ao dever de diligência dos administradores. Passamos, então, a analisar se, e como, este conteúdo conferido ao dever de diligência potencialmente reduz os custos de agência observados na relação entre administradores e acionistas.

De forma geral, no caso em questão o colegiado da CVM sustentou fazerem parte do conteúdo do dever de diligência dos membros do conselho de administração os deveres de monitoramento, de se informar e de investigar. A Sadia, de acordo com o referido voto, possuía uma política de riscos bem definida, tendo ficado claro – a partir da análise de demonstrações financeiras da companhia – que

65. Idem, p. 1.047.

66. Robert H. Sitkoff, “An economic theory of fiduciary law”, cit., in Andrew Gold e Paul Miller (eds.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, p. 6.

67. Idem, ibidem.

68. Idem, p. 7.

69. Idem, ibidem.

as operações realizadas não se enquadravam na política financeira estabelecida. Decorre dessa constatação a conclusão de que os controles estabelecidos na política financeira da companhia não foram cumpridos ou, se realizados, não eram eficazes para impedir a realização de operações que colocassem em risco valores significativos do patrimônio líquido da companhia.<sup>70</sup>

Conforme destacado pelo Relator do caso, em uma situação em que operações com derivativos podem levar à descontinuidade da companhia, tais operações devem ser objeto de um sistema de monitoramento. Nesse caso, portanto, faz parte do dever de diligência dos conselheiros de administração o dever de monitorar (ou dever de vigiar) a eficácia dos sistemas de gestão de risco utilizados pela companhia, bem como sua adequação à política de riscos da companhia.<sup>71</sup> O conselho de administração deve zelar para que sistemas de controle apropriados estejam em operação. Assim, conforme destacado pelo Relator do caso, a existência de sistemas de monitoração e controle de riscos inoperantes ou ineficazes constitui violação ao dever de diligência e, de forma mais específica, ao seu componente do dever de monitorar.<sup>72</sup> Tendo o colegiado da CVM entendido que o sistema adotado pela Sadia não poderia cumprir essa função, foram os membros do conselho de administração responsabilizados por violação ao dever de diligência.

Passamos, então, a analisar se este conteúdo do dever de diligência reduz, potencialmente, os custos de agência. Entendemos que sim, e que este conteúdo específico do dever de diligência pode atuar na redução dos custos de monitoramento suportados pelos acionistas das companhias. Isso porque, como acima referido, buscando garantir que

os administradores de uma companhia atuam com base em seus interesses, os acionistas incorreriam em custos de monitoramento da atuação desses administradores. Ou seja, teriam que dispender recursos para verificar se os administradores estão, ou não, atuando em seu interesse.

Porém, tais custos podem ser reduzidos com a defesa do conteúdo do dever de vigiar defendido pelo colegiado da CVM no caso em questão. A decisão desse caso, ao sustentar e afirmar que é responsabilidade dos membros do conselho de administração adotar e monitorar sistemas de controle da atuação da diretoria, de certa forma libera os acionistas dessa função, desse custo de monitoramento, a qual passa a ser responsabilidade dos membros do conselho de administração, os quais irão responder por falta ao dever de diligência caso não cumpram essa função.

Outro componente do dever de diligência defendido pelo colegiado da CVM no caso em questão refere-se ao dever de se informar. Esse dever compreende a obrigação dos conselheiros de obter as informações necessárias para o desenvolvimento do negócio ou, de forma mais específica, de conhecer o fluxo de informações atrelado ao exercício do controle da política financeira da companhia. De acordo com a decisão, caso os conselheiros tivessem cumprido com seu dever de informar, teriam notado que a diretoria financeira estava agindo conforme seu livre arbítrio, pois os controles estabelecidos não previam um órgão independente que pudesse reportar ao conselho de administração a conduta tomada pela diretoria financeira. Assim, o Colegiado sustentou que os conselheiros não cumpriram seu dever de diligência, pois não se informaram sobre o funcionamento do controle de risco da companhia e, em função disso, não observaram sua ineficácia.<sup>73</sup>

70. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit., fls. 44.

71. *Idem*, fls. 42-43.

72. *Idem*, fls. 45.

73. Comissão de Valores Mobiliários/CVM, *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*, cit., fls. 46.

A afirmação desse conteúdo do dever de diligência pelo colegiado da CVM também contribui potencialmente para a redução do custo de monitoramento suportado pelos acionistas. Isso porque para que a função de monitoramento possa ser devidamente exercida é preciso ter informação. Sem informação adequada não há monitoramento adequado. Dessa forma, sustentar o dever dos conselheiros de se informar, potencialmente, aumenta a efetividade do cumprimento do seu dever de monitorar, o que, como sustentado acima, desincumbe os acionistas do custo de monitoramento.

Ainda, no caso em questão, o colegiado da CVM afirma o dever de investigar como conteúdo do dever de diligência dos membros do conselho de administração que também participam dos comitês de auditoria e de finanças. Este dever, por sua vez, impõe aos conselheiros o dever de analisar criticamente as informações que lhes são fornecidas, bem como de verificar se é necessário complementar essas informações.<sup>74</sup>

Também com relação a este conteúdo específico do dever de diligência observamos ser esse potencialmente hábil a reduzir o custo de monitoramento suportado pelos acionistas. Isso ocorre pois a defesa da obrigação dos membros do conselho de administração, quando integrarem comitês específicos, de investigar, buscando informações complementares quando as que lhes forem fornecidas são insuficientes, corrobora a qualidade e a eficácia da sua função de monitorar a atuação dos diretores.

No mesmo sentido está a verificação do dever de diligência do diretor financeiro da companhia. Sendo o diretor financeiro o responsável pela realização de operações que ultrapassavam os limites estabelecidos pela política da empresa, configurada está sua falta de diligência. Conforme a decisão referida, o diretor financeiro teria sido diligente no caso

de ter utilizado corretamente os instrumentos de controle definidos pela companhia, justamente para protegê-la de eventos relacionados às operações com instrumentos financeiros. Assim, por não ter seguido a política financeira, o diretor financeiro descumpriu seu dever de diligência.<sup>75</sup>

Nesse caso, também observamos que o referido conteúdo do dever de diligência potencialmente reduz os custos de monitoramento suportados pelos acionistas, pois afirma a necessidade de cumprimento de políticas financeiras estabelecidas pela companhia para garantir seu interesse (dos acionistas). Essa leitura do dever de diligência, potencialmente, garante aos acionistas que, existindo uma política que privilegia seus interesses, essa será devidamente observada pelos administradores da companhia, pois caso contrário serão esses responsabilizados por descumprimento de seu dever fiduciário de diligência.

Assim, o conjunto dos deveres de monitorar, de se informar e de investigar, enquanto componentes do dever de diligência dos conselheiros, potencialmente reduz o custo de monitoramento dos acionistas. Isto é: no caso de inexistência desses deveres, caberia aos acionistas a função de monitorar os administradores, para buscar garantir que estes atuem em seu interesse. Porém, com a afirmação do dever de diligência dos membros do conselho de administração nos termos acima expostos, podem os acionistas se liberar desse custo de monitoramento, tendo em vista que existe um órgão legalmente incumbido dessa função, podendo seus membros ser devidamente responsabilizados caso deixem de cumprir com tais deveres.

## 5. Conclusão

A decisão da CVM no Processo Administrativo Sancionador 18/2008 tratou do

74. *Idem*, fls. 49.

75. *Idem*, *ibidem*.

dever de diligência por parte dos administradores a partir da ideia de monitoramento, conferindo novo conteúdo ao dever de diligência.

No “caso Sadia” os comitês eram inoperantes, a empresa não seguia sua própria política financeira e a diretoria financeira não era fiscalizada. Dessa forma, a CVM decidiu que as falhas no acompanhamento dos sistemas de monitoramento e os modelos ineficazes de controle constituíram violação ao dever de diligência pelos administradores.

Este artigo pretendeu verificar se essa interpretação do dever de diligência estabelecida pela CVM no “caso Sadia” pode contribuir para diminuir os custos de agência. Concluímos que sim, por algumas razões. Em relação ao dever de monitoramento, como a decisão sustenta que a responsabilidade de adotar sistemas de controle e monitorar a eficácia dos sistemas de gestão de risco é dos membros do conselho de administração, os acionistas são liberados dessa função.

Quanto ao dever de se informar, a posição adotada pelo colegiado da CVM também contribui potencialmente para a redução do custo de monitoramento, pois esse exige informação, e, uma vez que é dever dos conselheiros se informarem, os acionistas são desincumbidos desse custo.

Por fim, no tocante ao dever de investigar, a obrigação dos membros do conselho de administração quando integrarem comitês específicos no sentido de buscar informações complementares, quando necessárias, corrobora os sistemas de controle e a eficácia da sua função, diminuindo os custos de monitoramento.

Assim, a leitura do PAS 18/2008 de que o dever de diligência dos administradores compreende o monitoramento e a adoção de sistemas de controle eficazes pode contribuir para a diminuição dos custos de agência. Isto é: a afirmação do dever de diligência dos administradores como dever de monitorar, de se informar e de investigar pode liberar

os acionistas dos custos de monitoramento, visto que essa função passa a ser reforçada pela decisão administrativa enquanto atribuição de um órgão da empresa, podendo seus membros ser responsabilizados em caso de descumprimento.

### **Bibliografia**

- ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. 2ª tir. São Paulo, Saraiva, 2010.
- BARRETO, Rodrigo Garcia. *Operações de Hedge Cambial em Empresas Não Financeiras: um Estudo de Caso das Empresas Aracruz Celulose e Sadia*. Dissertação. Rio de Janeiro, FGV/Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, 2011.
- BERGAMINI JR., Sebastião. “Controles internos como um instrumento de governança corporativa”. *Revista do BNDES* 12. N. 24. 2005. Disponível em <http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/bergamini-2005.pdf> (acesso em 15.12.2016).
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS/CVM. *Processo Administrativo Sancionador n. 18/2008*. Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 14.10.2010. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214\\_PAS\\_1808.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf) (acesso em 10.10.2016).
- COOTER, Robert, e FREEDMAN, Bradley J. “The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences”. *New York University Law Review* 66. 1991. Disponível em <http://scholarship.law.berkeley.edu/facpubs/1330> (acesso em 1.11.2016).
- DIAS FILHO, José Maria, MARTIN, Nilton Cano, e SANTOS, Lílían Regina. “Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria”. *Revista Contabilidade & Finanças* 34. Janeiro/2004. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772004000100001](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000100001) (acesso em 15.8.2016).
- DUARTE JR., Antônio Marcos. “Governança corporativa na PETROBRAS?”. *GV Casos*. vol. 6. N. 1. São Paulo, janeiro-junho/2016. Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv>

- br/ojs/index.php/gvcasos/issue/view/3440* (acesso em 15.12.2016).
- EASTERBROOK, Frank H., e FISCHER, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, Harvard University, 1996.
- FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis, e PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Gestão e Controle*. São Paulo, Saraiva, 2008.
- FISCHER, Daniel, e EASTERBROOK, Frank H. e *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, Harvard University, 1996.
- FREEDMAN, Bradley J., e COOTER, Robert. "The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences". *New York University Law Review* 66. 1991. Disponível em <http://scholarship.law.berkeley.edu/facpubs/1330> (acesso em 1.11.2016).
- GOLD, Andrew, e MILLER, Paul (eds.). *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*. Oxford, Oxford University Press, 2014.
- GORGA, Érica Cristina Rocha. *Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2013.
- HELLWIG, Martin. "On the economics and politics of corporate finance and corporate control". In: VIVES, Xavier (ed.). *Corporate Governance*. Cambridge, Cambridge University Press, 2000.
- JENSEN, Michael C., e MECKLING, William H. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3/305-360. N. 4. 1976. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043) (acesso em 20.10.2016).
- KRAAKMAN, Reinier, et al. *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*. 3ª ed. Oxford, Oxford University Press, 2017.
- KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo, Saraiva, 2012.
- LEAL, Ricardo, e VALADARES, Sílvia. "Ownership and control structure of Brazilian companies". Disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=213409](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213409) (acesso em 17.9.2016).
- LODI, João Bosco. *Governança Corporativa: o Governo da Empresa e o Conselho de Administração*. 7ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2000.
- MARTIN, Nilton Cano, DIAS FILHO, José Maria, e SANTOS, Lillian Regina. "Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria". *Revista Contabilidade & Finanças* 34. Janeiro/2004. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772004000100001](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000100001) (acesso em 15.8.2016).
- MECKLING, William H., e JENSEN, Michael C. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3/305-360. N. 4. 1976. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043) (acesso em 20.10.2016).
- MILLER, Paul, e GOLD, Andrew (eds.). *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*. Oxford, Oxford University Press, 2014.
- PARGENDLER, Mariana. "Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no Direito Brasileiro". *RT* 953/51-74. São Paulo, Ed. RT, 2015.
- PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Renovar, 2005.
- PEREGRINE, Michael W. "Why Enron remains relevant". Harvard, 2016. Disponível em <https://corp.gov.law.harvard.edu/2016/12/02/why-enron-remains-relevant> (acesso em 15.12.2016).
- PINTO JR., Mário Engler. "A governança corporativa e os órgãos da administração". In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis, e PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Gestão e Controle*. São Paulo, Saraiva, 2008.
- PIRES, Álvaro P. "Amostragem e pesquisa qualitativa: ensaio teórico e metodológico". In: POUPART, Jean, e outros. *A Pesquisa Qualitativa – Enfoques Epistemológicos e Metodológicos*. 4ª ed. Petrópolis, Vozes, 2014.
- PROENÇA, José Marcelo Martins, e FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis (coords.). *Gestão e Controle*. São Paulo, Saraiva, 2008.
- QUATTRINI, Larissa Teixeira. *Os Deveres dos Administradores de Sociedades Anônimas Abertas: Estudo de Casos*. São Paulo, Saraiva, 2012.
- RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo, Quartier Latin, 2006.

- ROSS, Steven. "The economic theory of agency: the principal's problem", *American Economic Review* 63. N. 2. 1973.
- SAITO, Richard, e SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. "Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade". *Revista de Administração de Empresas* 48/79-86. N. 2. 2008. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-75902008000200007](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902008000200007) (acesso em 15.9.2016).
- SANTOS, Lilian Regina, DIAS FILHO, José Maria, e MARTIN, Nilton Cano. "Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria". *Revista Contabilidade & Finanças* 34. Janeiro/2004. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772004000100001](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000100001) (acesso em 15.8.2016).
- SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, e SAITO, Richard. "Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade". *Revista de Administração de Empresas* 48/79-86. N. 2. 2008. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-75902008000200007](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902008000200007) (acesso em 15.9.2016).
- SITKOFF, Robert H. "An economic theory of fiduciary law". In: GOLD, Andrew, e MILLER, Paul (eds.). *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*. Oxford, Oxford University Press, 2014.
- VALADARES, Sílvia, e LEAL, Ricardo. "Ownership and control structure of Brazilian companies". Disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=213409](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213409) (acesso em 17.9.2016).
- VENTORUZZO, Marco, et al. *Comparative Corporate Law*. St. Paul, West Academic, 2015.
- VIVES, Xavier (ed.). *Corporate Governance*. Cambridge, Cambridge University Press, 2000.
- YAZBEK, Otávio. "Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios". In: KUYVEN, Luiz Fenando Martins (org.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo, Saraiva, 2012.



# Espaço Discente

## PUNIÇÕES NO SISTEMA FINANCEIRO: Primeiros Apontamentos sobre a MP 784/2017

MARIANA DE BRITO MARIANI GUERREIRO

PAULO HENRIQUE CABAN STERN MATTA

*1. Introdução. 2. A Medida Provisória 784/2017: 2.1 Aumento do poder punitivo do BACEN e da CVM – 2.2 Medidas consensuais: acordo de leniência e termo de compromisso – 2.3 Recursos – 2.4 Pontos pendentes de regulamentação. 3. Escolha normativa: a legalidade da medida provisória e o trâmite normativo: 3.1 Constitucionalidade da medida provisória – 3.2 Trâmite legislativo e emendas apresentadas ao texto da medida provisória – 3.3 Efeitos de possível rejeição da medida provisória. 4. O momento da publicação: por que agora?. 5. Conclusão.*

**Resumo:** O presente artigo visa a examinar de forma preliminar as principais inovações trazidas pela Medida Provisória 784, que alterou os instrumentos de regulação do Sistema Financeiro Nacional e dispôs sobre as infrações e penalidades aplicáveis aos agentes econômicos sujeitos ao poder de fiscalização do Banco Central do Brasil/BACEN e da Comissão de Valores Mobiliários/CVM. Busca-se analisar as principais mudanças introduzidas pelo texto normativo sob exame, assim como algumas das mais relevantes críticas apresentadas às suas disposições e ao tipo normativo escolhido.

**Palavras-chave:** Acordo de Leniência; Banco Central do Brasil; Comissão de Valores Mobiliários; Medida provisória; Processo administrativo sancionador; Sistema Financeiro Nacional; Termo de Compromisso.

**Abstract:** This paper aims to analyze the main normative innovations created in the scope of the “Provisional Measure” nr. 784, which changed some of the regulation instruments

to be used in the scope of the National Financial System, especially those connected to the infractions and penalties applicable to the economic agents subject to the inspection power of the Brazilian Central Bank and the Securities Commission. Hence, it aims to analyze the main changes brought by the legal text under examination, as well as the major criticism presented towards its dispositions and the legislative nature chosen.

**Keywords:** Administrative sanctioning process; Brazilian Central Bank; Commitment agreement; Leniency agreement; National Financial System; Provisional measure; Securities Commission.

### 1. Introdução

O presente artigo visa a analisar as inovações normativas trazidas pela Medida Provisória 784, publicada em 8 de junho de 2017. A norma dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de

atuação do Banco Central do Brasil/BACEN e da Comissão de Valores Mobiliários/CVM.

A medida provisória tem como objetivo principal modernizar os procedimentos regulatórios do Sistema Financeiro Nacional, cujas disposições encontravam-se economicamente defasadas, sem ter havido atualização das penalidades aplicáveis desde os anos 1990.

Nesse âmbito, a medida provisória trata de infrações e penalidades aplicáveis aos agentes econômicos sujeitos ao poder de fiscalização do BACEN e da CVM, além de disciplinar o processo administrativo sancionador/PAS nos órgãos, de forma a munir as autarquias de instrumentos de coerção.

Sua edição, em momento deveras conturbado no cenário nacional, suscitou, de imediato, discussões acerca da constitucionalidade da espécie legislativa escolhida. A controvérsia cinge-se aos fatos de que a norma supostamente padeceria de urgência à sua edição, requisito à edição de medidas provisórias, e de que as disposições sobre a possibilidade de celebração de acordos de leniência tratariam de modificação no sistema penal e processual penal, vedada pelo art. 62, § 1º, I, “b”, da CF.<sup>1</sup>

Polêmica, a medida provisória sob análise causou também desconfortos entre o BACEN, a CVM e o Ministério Público. Isso porque dentre suas principais inovações encontra-se a possibilidade de o BACEN firmar acordos de leniência com pessoas físicas e jurídicas no âmbito do processo administrativo sancionador quando os investigados confessarem a prática de infração às normas legais ou regulamentares. Com isso, sua pena

pode ser diminuída em troca de informações, à imagem e semelhança do processo na esfera penal. Ocorre que, por não haver qualquer previsão de comunicação entre o Ministério Público e as autarquias, a possibilidade de celebração de acordos de leniência fora dos âmbitos do *Parquet* não foi bem-vista pelo órgão ministerial, que alega a possibilidade de conflito na atuação dos órgãos envolvidos.

Diante do exposto, o objetivo central do artigo é apresentar as principais inovações legislativas trazidas pela Medida Provisória 784 e alguns dos argumentos empregados na discussão a respeito de sua legalidade, além de analisar brevemente o momento de sua edição. Por fim, serão apresentadas algumas críticas e preocupações acerca da norma.

## 2. A Medida Provisória 784/2017

A Medida Provisória 784 trouxe diversas inovações no que tange ao marco regulatório aplicável ao Sistema Financeiro Nacional, até então regido pela Lei 4.595/1964, no que concerne ao BACEN, e pela Lei 6.385/1976, no tocante à CVM.

A supracitada Lei 4.595/1964 dá amparo à adoção da medida provisória, em especial pela atribuição de competência ao BACEN para, no exercício da fiscalização, regular as condições de concorrência entre instituições financeiras, coibindo potenciais abusos com a aplicação de penalidades predefinidas.<sup>2</sup>

### 2. Lei 4.595/1964:

“Art. 18. As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras.

“§ 1º. Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta Lei, no que for aplicável, as Bolsas de Valores, companhias de seguros e de

### 1. CF:

“Art. 62. Em caso de relevância e urgência, o Presidente da República poderá adotar medidas provisórias, com força de lei, devendo submetê-las de imediato ao Congresso Nacional.

“§ 1º. É vedada a edição de medidas provisórias sobre matéria: I – relativa a: (...) b) direito penal, processual penal e processual civil; (...).”

Houve especial preocupação, como se depreende da leitura do texto da medida provisória, em oferecer disposições abrangentes. A norma definiu as condutas que constituem infrações, fixou os ritos de apuração e estabeleceu as sanções aplicáveis aos atuantes no mercado financeiro e de capitais – sejam eles pessoas físicas ou jurídicas –, elevando substancialmente as multas para, por óbvio, desestimular o cometimento de ilicitudes. Além disso, previu instrumentos de solução consensual dos conflitos, tornando possível que o BACEN e a CVM firmem acordos de leniência e termos de compromisso com os investigados.

Assim, a medida provisória consolidou em um único instrumento jurídico o arcabouço das condutas passíveis de punição perante o Sistema Financeiro Nacional, alterando a descrição dos tipos normativos que acarretam aplicação de penalidade e mencionando de forma expressa as condutas consideradas irregulares.

### *2.1 Aumento do poder punitivo do BACEN e da CVM*

Cumprindo o objetivo de ampliar os instrumentos regulatórios do Sistema Finan-

capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras.

“§ 2º. *O Banco Central da República do Brasil, no exercício da fiscalização que lhe compete, regulará as condições de concorrência entre instituições financeiras, coibindo-lhes os abusos com a aplicação da pena (vetado) nos termos desta Lei.*

“§ 3º. Dependerão de prévia autorização do Banco Central da República do Brasil as campanhas destinadas à coleta de recursos do público, praticadas por pessoas físicas ou jurídicas abrangidas neste artigo, salvo para subscrição pública de ações, nos termos da Lei das Sociedades por Ações” (grifos nossos).

ceiro Nacional, foram instituídos novos mecanismos de aplicação de penalidades, além de nova regulamentação dos já existentes. Aqui, merece especial realce o aumento do poder de aplicação de multas em processos administrativos de caráter punitivo.

O limite monetário das multas aplicáveis pelo BACEN, por exemplo, aumentou 8.000 vezes, passando de 250 mil Reais para 2 bilhões de Reais. O limite aplicável à CVM, por sua vez, passou de 500 mil Reais para 500 milhões de Reais.

A norma trouxe, oportunamente, parâmetros para a aplicação das vultosas multas: o porte da instituição, a capacidade econômica do infrator, a gravidade da infração e o grau de lesão ao Sistema Financeiro Nacional.<sup>3</sup> Desta forma, há dever de observância de critérios de proporcionalidade na determinação dos valores destas penalidades.

Dentro do limite acima exposto, é possível aplicar pena de até duas vezes o ganho obtido com a atuação irregular, e, alternativamente, 20% do faturamento do grupo econômico investigado.

A quantia arrecadada com as multas sustentará os recém-criados Fundo de Desenvolvimento do Sistema Financeiro Nacional e Inclusão Financeira, administrado pelo BACEN, e Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários, que será gerido pela CVM, ambos instituídos pela medida provisória.

Outro instrumento de punição, menos comentado, mas não menos sensível à atua-

3. Medida Provisória 784/2017: “Art. 10. Na aplicação das penalidades estabelecidas neste Capítulo, serão considerados, na medida em que possam ser determinados: I – a gravidade e a duração da infração; II – o grau de lesão, ou o perigo de lesão, ao Sistema Financeiro Nacional, ao Sistema de Pagamentos Brasileiro, à instituição ou a terceiros; III – a vantagem auferida ou pretendida pelo infrator; IV – a capacidade econômica do infrator; V – o valor da operação; VI – a reincidência; e VII – a colaboração do infrator com o Banco Central do Brasil para a apuração da infração”.

ção das companhias, é a possibilidade de aplicação, pela CVM, de penalidade de bloqueio por até cinco anos sobre a contratação de serviços públicos e participação em licitações, além de outras atividades, ao infrator. A aplicação desta penalidade, no entanto, em nada obsta à aplicação cumulativa da pena de multa, podendo ser feita de forma adicional. Com isso, a autarquia terá a capacidade de influenciar o acesso de sociedades e pessoas ao crédito fornecido por bancos públicos.

As disposições da Medida Provisória 784 – destaque-se – também afetam instituições financeiras de elevadíssimo porte sob o controle da União, como o Banco Nacional do Desenvolvimento/BNDES. Esta atribuição, por sua vez, pode causar relevantes impactos socioeconômicos no Brasil, tendo em vista a citação da instituição, em depoimentos de Marcelo Odebrecht,<sup>4</sup> Joesley Batista<sup>5</sup> e Eike Batista,<sup>6</sup> como participante de esquemas de corrupção.

O vertiginoso aumento do poder punitivo das autarquias foi alvo de duras críticas. Um dos autores a demonstrar preocupação com possível elevação exagerada das multas foi Nelson Eizirik, argumentando que o novo teto poderá levar à aplicação de multas con-

fiscatórias ou que comprometam a situação patrimonial do apenado.<sup>7</sup>

Outro ponto que suscita cautela é a falta de diferenciação, no texto normativo, entre grandes bancos e pessoas físicas, em especial no que diz respeito ao teto definido para as multas, fazendo com que todos estejam sujeitos a sanções de até 2 bilhões de Reais. O texto, demasiado aberto, traz sensação de insegurança jurídica ao deixar à discricionariedade das autarquias punição tão severa, que podem, como pontuou Eizirik, aplicar multas de conteúdo verdadeiramente expropriatório.

Cabe ressaltar, entretanto, que, embora o teto para aplicação das penalidades de multa tenha sido sensivelmente aumentado, há parâmetros, já citados, a orientar a definição do valor. Conforme estabelecem os incisos do *caput* do art. 10 da medida provisória, devem ser respeitados critérios que afetarão o montante aplicado, como, por exemplo, a gravidade da infração e a capacidade econômica do infrator.

Esta possibilidade de estabelecimento de valores elevados para as multas foi também objeto de preocupação de parte das emendas apresentadas à medida provisória, que serão analisadas de maneira mais aprofundada em tópico específico do presente artigo.

Tão logo foi baixada a medida, as instituições financeiras, principais afetadas pela norma, manifestaram-se de forma contrária ao supramencionado aumento do valor das multas, que, de acordo com estas, caracterizou-se como “excessivo”.<sup>8</sup>

4. G. Valenti, G. Brigatto e L. Arcoverde, “Marcelo Odebrecht acertou R\$ 64 milhões com Palocci por linha a Angola”, *Valor Econômico* 12.4.2017, disponível em <http://www.valor.com.br/politica/4936682/marcelo-odebrecht-acertou-r-64-milhoes-com-palocci-por-linha-angola> (acesso em 22.6.2017).

5. G1, “JBS pagou para conseguir aportes e financiamentos do BNDES, diz delação de Joesley Batista”. 20.5.2017, disponível em <http://g1.globo.com/politica/operacao-lava-jato/noticia/jbs-pagou-para-conseguir-aportes-e-financiamentos-do-bndes-diz-delacao-de-joesley-batista.ghtml> (acesso em 22.6.2017).

6. R. Brandt, M. Coutinho e F. Macedo, “Ao depor em 2016, Eike disse que BNDES ‘é uma área crítica’”, *O Estado de São Paulo* 31.1.2017, disponível em <http://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/ao-depor-em-2016-eike-disse-que-bndes-e-uma-area-critica>, acesso em 26.6.2017.

7. N. Eizirik e A. C. Verzola, “Tropeços normativos: MP 784 peca pelo excesso de rigor das sanções e pela restrição aos direitos dos acusados”, *Capital Aberto* junho/2017, disponível em [capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/tropecos-normativos](http://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/tropecos-normativos) (acesso em: 26.6.2017).

8. S. Rosa e V. Pinheiro, “Bancos consideram valor de multa ‘excessivo’”, *Valor Econômico* 13.6.2017, disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5002068/bancos-consideram-valor-de-multa-excessivo> (acesso em 28.6.2017).

Em resposta a estas questões, Pablo Waldemar Renteria,<sup>9</sup> membro da CVM que assumiu sua presidência em julho para ocupá-la até que se nomeie substituto ao atual Presidente, Leonardo Pereira, disse que a autarquia tem o dever de aprofundar a discussão.

Para Renteria a dosimetria da pena não será arbitrária: “não é porque você tem o poder de aplicar 500 milhões de Reais que você tem que aplicar 500 milhões porque achou grave” – disse, prometendo ampla publicidade e transparência.

Por outro lado, em crítica contundente, o ex-Presidente da CVM Marcelo Trindade<sup>10</sup> manifestou-se sobre a matéria. De acordo com ele, os novos tetos são desproporcionais, e, com tais valores à disposição, deveria ser definida a obrigação de haver juiz administrativo para validar a decisão ou a submissão ao Poder Judiciário, como ocorre nos Estados Unidos. Para Leonardo Pereira, embora a responsabilidade do colegiado realmente fique maior, os novos tetos serão essenciais para desencorajar a prática de ilícitos, uma vez que os valores prévios, em razão de não ter havido atualização durante mais de duas décadas, faziam com que investidores estrangeiros considerassem as multas simples “custo de transação”.<sup>11</sup> Além disso, destacou que os novos valores resolverão o problema de gradação das multas de acordo com a gravidade dos ilícitos. Para o Presidente não havia, antes da edição da medida, satisfatório

escalonamento das penalidades pecuniárias, o que fazia com que a CVM aplicasse penas similares a delitos de gravidade sensivelmente distinta.

Em sentido semelhante posicionou-se Mauro Rodrigues da Cunha, Presidente da Associação de Investidores no Mercado de Capitais, que, comentando a publicação da medida provisória, afirmou: “Agora, sim, podemos dizer que o crime não compensa”.<sup>12</sup>

Além do aumento do poder punitivo das autarquias, instituiu-se também a possibilidade de adoção de medidas desenvolvidas em consenso com os investigados, notadamente os acordos de leniência e os termos de compromisso.

## 2.2 Medidas consensuais: acordo de leniência e termo de compromisso

De acordo com o art. 12 da medida provisória, o BACEN poderá suspender ou deixar de instaurar o PAS nas situações em que o investigado assine termo de compromisso, de forma a permitir a resolução de controvérsias de forma mais célere e econômica.<sup>13</sup>

12. Idem, *ibidem*.

13. Medida Provisória 784/2017:

“Art. 12. O Banco Central do Brasil, em juízo de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o processo administrativo destinado à apuração de infração prevista neste Capítulo ou nas demais normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar se o investigado assinar termo de compromisso, no qual se obrigue a: I – cessar a prática sob investigação ou os seus efeitos lesivos; II – corrigir as irregularidades apontadas e indenizar os prejuízos, quando for o caso; e III – cumprir as demais condições que forem acordadas no caso concreto.

“Parágrafo único. A apresentação de proposta de termo de compromisso não suspende o andamento do processo administrativo.”

9. G. Valenti e J. Schincariol, “CVM quer debate público sobre MP 784”, *Valor Econômico* 20.6.2017, disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5010118/cvm-quer-debate-publico-sobre-mp-784> (acesso em 28.6.2017).

10. G. Valenti, J. Schincariol e D. Fernandes, “Novas penas da MP podem não servir para JBS”, *Valor Econômico* 9.6.2017, disponível em <http://www.valor.com.br/agro/4998818/novas-penas-da-mp-podem-nao-servir-para-jbs> (acesso em 28.6.2017).

11. Idem, *ibidem*.

Além disso, também é facultado ao BCACEN não iniciar PAS em casos nos quais considere baixa a lesão ao bem jurídico tutelado ou em que julgue mais efetiva a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão, conforme dispõe o § 1º do art. 21.<sup>14</sup> Com isso, reserva-se o PAS para situações que justifiquem verdadeiramente o exercício do poder de polícia administrativo – que, por força da medida provisória, experimentou relevante aumento.

Ainda no âmbito das soluções consensuais, a possibilidade de celebração de acordo de leniência, provavelmente a mais discutida mudança promovida pelo dispositivo, é introduzida pelas normas dos arts. 30<sup>15</sup> e 35.<sup>16</sup> O BACEN e a CVM, por

#### 14. Medida Provisória 784/2017:

“Art. 21. O processo administrativo sancionador será instaurado nos casos em que se verificarem indícios da ocorrência de infração prevista neste Capítulo ou nas demais normas legais e regulamentares cujo cumprimento seja fiscalizado pelo Banco Central do Brasil.

“§ 1º. *O Banco Central do Brasil poderá deixar de instaurar processo administrativo sancionador consideradas a baixa lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos, observados os princípios da finalidade, da razoabilidade e da eficiência*” (grifos nossos).

#### 15. Medida Provisória 784/2017:

“Art. 30. O Banco Central do Brasil poderá celebrar acordo de leniência com pessoas físicas ou jurídicas que confessarem a prática de infração às normas legais ou regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, com extinção de sua ação punitiva ou redução de um terço a dois terços da penalidade aplicável, mediante efetiva, plena e permanente colaboração para a apuração dos fatos, da qual resulte utilidade para o processo, em especial: I – a identificação dos demais envolvidos na prática da infração, quando couber; e II – a obtenção de informações e de documentos que comprovem a infração noticiada ou sob investigação.

“§ 1º. O acordo de que trata o *caput* somente poderá ser celebrado se forem preenchidos, cumulativamente, os seguintes requisitos: I – a instituição for a primeira a se qualificar com respeito à infração noticiada ou sob investigação; II – o envolvimento na infração noticiada ou sob investigação a partir

meio dessas disposições, ficam autorizados a firmar acordos de leniência com pessoas físicas ou jurídicas que confessarem a prática de ilícitos e colaborarem para a apuração dos fatos investigados, fazendo com que sua pena possa ser diminuída em troca de informações, à semelhança do que já ocorre nos processos penais, em que estes acordos têm como autoridade participante o Ministério Público Federal. A proposta terá seu sigilo preservado, mas, uma vez firmado, o acordo será público.

A medida provisória não incluiu qualquer disposição acerca de possibilidade de transação penal ou necessidade de concordância do Ministério Público para a concessão de benefícios.

Este tratamento difere frontalmente daquele dispensado pelo Sistema Brasileiro de Defesa de Concorrência, instituído pela

da data de propositura do acordo cessar completamente; III – o Banco Central do Brasil não dispuser de provas suficientes para assegurar a condenação das instituições ou das pessoas naturais por ocasião da propositura do acordo; e IV – a confissão de sua participação no ilícito e a cooperação plena e permanente com as investigações e com o processo administrativo, e o comparecimento, sob suas expensas, sempre que solicitada, a todos os atos processuais, até o seu encerramento.

“§ 2º. As pessoas físicas poderão celebrar acordos de leniência, desde que cumpridos os requisitos estabelecidos nos incisos II, III e IV do § 1º.

“§ 3º. A instituição que não cumprir apenas o disposto no inciso I do § 1º poderá celebrar acordo de leniência, hipótese em que poderá se beneficiar exclusivamente da redução de um terço da penalidade a ela aplicável.

“§ 4º. A celebração do acordo de leniência pelo Banco Central do Brasil suspenderá o prazo prescricional no âmbito administrativo com relação ao agente beneficiário da leniência.”

16. Medida Provisória 784/2017: “Art. 35. *Aos processos administrativos sancionadores conduzidos no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários aplica-se, no que couber, o disposto no § 3º do art. 21 e no art. 23, art. 24, art. 26, art. 27, art. 29 e art. 30 a art. 33, observada a regulamentação editada pela referida Comissão*” (grifos nossos).

Lei 12.529/2011, que dispõe sobre as competências do Conselho Administrativo de Defesa Econômica/CADE. No sistema do CADE a celebração de acordo de leniência suspende o prazo detido pelo Estado para punir o acusado e impede o oferecimento de denúncia ao Ministério Público.

A celebração do acordo de leniência com o BACEN não livrará as instituições financeiras de eventual investigação pelo Ministério Público em casos que envolvam cometimento de crimes.

Nessas situações, deverão os bancos fechar acordo de leniência com o Ministério Público Federal e, paralelamente, celebrar outro acordo com o BACEN. Ademais, a celebração do acordo não obsta a que seja aplicada penalidade de impedimento em cargo administrativo de instituição financeira por prazo determinado, uma vez que a medida provisória deixa à discricção do BACEN a possibilidade de aplicação desta penalidade.

Nesta seara, o Procurador-Geral do BACEN, Cristiano de Oliveira Lopes Cozer,<sup>17</sup> em entrevista ao *Valor Econômico*, explicitou que o acordo de leniência com o BACEN só alcança infrações administrativas, nunca crimes. No ensejo, afirmou: “Não faria sentido um infrator celebrar acordo só com o Banco Central, porque precisaria confessar e correr o risco de responder à ação penal movida pelo MPF”.

A possibilidade de celebração de acordo de leniência enfrentou duras críticas do Ministério Público Federal. Isso se deu, principalmente, por não haver qualquer dispositivo que preveja o acompanhamento das negociações feitas pelo BACEN ou pela CVM por procuradores do Ministério Público.

17. C. Safatle e E. Campos, “Para abranger conduta criminal, MP 784 necessitará de emenda”, *Valor Econômico* 13.6.2017, disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5002066/para-abranger-conduta-criminal-mp-784-necessitara-de-emenda> (acesso em 28.6.2017).

De acordo com alguns procuradores do Ministério Público Federal,<sup>18</sup> a falta de regulamentação que aproxime a atuação do Ministério Público à do BACEN nas investigações pode conduzir o acusado a situação de insegurança jurídica, o que, por sua vez, acarretaria desestímulo à celebração dos acordos.

Ainda com relação ao acordo de leniência estabelecido no âmbito da medida provisória manifestaram-se outros juristas. Para Janice Ascari “não se pode prometer o que não é de sua alçada”, no que continuou: “Nem a CVM nem o BC poderão garantir imunidade penal aos lenientes. Os benefícios penais somente poderão ser concedidos em nossos processos”.<sup>19</sup>

No mesmo sentido, o Procurador da República Rodrigo de Grandis<sup>20</sup> pontuou que não é interessante para as pessoas físicas celebrar tais acordos sem que, concomitantemente, solucionem suas controvérsias na esfera criminal, uma vez que as infrações administrativas representam, em muitos casos, também crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e contra o mercado de capitais. Reforçando a ideia de que deveria o Ministério Público participar dos acordos, o Procurador disse:

“A medida provisória erra gravemente ao não prever a necessária participação do Ministério Público nos acordos de leniência”.

Em página destinada especificamente a solucionar dúvidas a respeito da medida provisória,<sup>21</sup> o BACEN justificou o texto normativo, reiterando que o acordo de le-

18. G. Pimenta, I. Dantas e B. H. de Moura, “Leniência sem MPF desestimula acordos na MP 784”, *Jota* 26.6.2017, disponível em <https://jota.info/justica/leniencia-sem-mpf-desestimula-acordos-na-mp-784-26062017> (acesso em 26.6.2017).

19. Idem, *ibidem*.

20. Idem, *ibidem*.

21. Disponível em [https://www.bcb.gov.br/pre/bc\\_atende/port/faqmp784.asp?idpai=FAQ-CIDADA0](https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/faqmp784.asp?idpai=FAQ-CIDADA0).

niência firmado com o BACEN se refere tão somente às irregularidades administrativas das instituições financeiras, e jamais às penais, estas últimas continuando a cargo do Ministério Público Federal. Assim, o acordo de leniência seria mais um instrumento à disposição das autarquias para que estas exerçam a supervisão das instituições e dos mercados sob sua responsabilidade, aumentando a eficiência e a racionalidade da atividade de inteligência e investigação desenvolvida pelo BACEN, de forma a também aumentar a efetividade do PAS.

Ainda em resposta às críticas, o Presidente do BACEN, Ilan Goldfajn, destacou que os acordos de leniência firmados com o órgão sempre serão públicos,<sup>22</sup> assim como também esclarece a página destinada às dúvidas, já mencionada.<sup>23</sup>

### 2.3 Recursos

Houve também alterações a respeito dos recursos interpostos em face das decisões das autarquias: de acordo com o art. 29, *caput*, da medida provisória,<sup>24</sup> agora eles serão recebidos, em regra, apenas no efeito devolutivo.

Há, entretanto, exceção a esta regra, qual seja, o efeito suspensivo será imediato naqueles recursos interpostos contra decisão que impuser a penalidade de admoestação pública ou de multa. Nas outras situações o apenado poderá requerê-lo e contra a decisão que negue este efeito pode ser apresentado novo recurso.<sup>25</sup> A inovação mantém o tom

da medida provisória, estabelecendo padrões mais rígidos para as punições no âmbito do Sistema Financeiro Nacional.

Estes dispositivos também foram alvos de críticas.

Para Eizirik<sup>26</sup> não é adequado que à penalidade mais rigorosa – a inabilitação – não seja concedido de imediato o efeito

“Art. 29. *Caberá recurso das decisões condenatórias, no prazo de trinta dias, recebido somente com efeito devolutivo.*”

“§ 1º. A petição recursal será apresentada ao Banco Central do Brasil e deverá ser dirigida ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, última instância recursal no âmbito administrativo, para o julgamento do recurso.

“§ 2º. Somente o apenado dispõe de legitimidade para recorrer.

“§ 3º. *O apenado poderá requerer efeito suspensivo ao recurso à autoridade prolatora da decisão recorrida, no prazo previsto em regulamento.*”

“§ 4º. *Apresentado o requerimento de que trata o § 3º e havendo justo receio de prejuízo de difícil ou incerta reparação e se assim exigir o interesse público, a autoridade prolatora da decisão recorrida poderá atribuir efeito suspensivo ao recurso, no prazo previsto em regulamento.*”

“§ 5º. Caberá recurso da decisão que negar efeito suspensivo, no prazo previsto em regulamento, a ser decidido em última instância por órgão colegiado do Banco Central do Brasil.

“§ 6º. A apresentação do requerimento mencionado no § 3º não obstará o encaminhamento do recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

“§ 7º. *O recurso interposto contra decisão que impuser a penalidade de admoestação pública ou de multa será recebido com efeito suspensivo.*”

“§ 8º. As sessões e as decisões do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional serão públicas.

“§ 9º. Aos recursos interpostos ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional aplica-se o disposto nos § 3º e § 4º do art. 21 e nos art. 23, art. 24, art. 25 e art. 26” (grifos nossos).

26. N. Eizirik e A. C. Verzola, “Tropços normativos: MP 784 peca pelo excesso de rigor das sanções e pela restrição aos direitos dos acusados”, cit., *Capital Aberto* junho/2017, disponível em [capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/tropcos-normativos](http://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/tropcos-normativos) (acesso em 26.6.2017).

22. Guilherme Pimenta e Iuri Dantas, “Acordos de leniência com BC serão ‘sempre públicos’”, *Jota* 19.6.2017, disponível em <https://jota.info/justica/acordos-de-leniencia-com-bc-serao-sempre-publicos-19062017> (acesso em 28.6.2017).

23. Idem.

24. Medida Provisória 784/2017: “Art. 29. Caberá recurso das decisões condenatórias, no prazo de 30 (trinta) dias, recebido somente com efeito devolutivo”.

25. Medida Provisória 784/2017:



suspensivo, ficando este na dependência de ser postulado e, eventualmente, deferido pelo órgão regulador. O professor, na oportunidade, entendeu que, embora a Medida Provisória apresente alguns aspectos positivos, peca pelo excesso de rigor das sanções e da restrição ao direito dos acusados, pontuando que seria necessária discussão mais aprofundada, que apenas poderia ocorrer no Congresso Nacional.

No mesmo sentido, Eduardo Salomão<sup>27</sup> ressaltou que o réu condenado deverá pleitear o efeito suspensivo à mesma entidade que emitiu a decisão recorrida, ou seja, a medida provisória determina que o pedido seja feito ao relator do caso. Marcelo Trindade apresentou o mesmo questionamento: “Que relator e que colegiado vão rever a própria decisão?”<sup>28</sup>

#### 2.4 Pontos pendentes de regulamentação

No próprio texto da medida provisória foram deixadas pendentes de regulamentação algumas matérias. São elas:

(i) a forma e as condições para aplicação da pena de admoestação pública, tratada no art. 6º;<sup>29</sup>

(ii) as normas contábeis que comporão a receita de serviços e de produtos financeiros usada como limite para a penalidade de multa (art. 7º, § 2º);<sup>30</sup> e (iii) a integralidade

27. G. Valenti, “MP traz debate sobre leniência conjunta”, *Valor Econômico* 13.6.2017, disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5002062/mp-traz-debate-sobre-leniencia-conjunta> (acesso em 20.6.2017).

28. Idem, *ibidem*.

29. Medida Provisória 784/2017: “Art. 6º. A penalidade de admoestação pública consistirá na publicação de texto especificado na decisão condenatória, na forma e nas condições estabelecidas na regulamentação”.

30. Medida Provisória 784/2017, § 2º do art. 7º: “§ 2º. O Banco Central do Brasil editará norma

do art. 38, que atribui ao BACEN o dever de regulamentar o PAS.”<sup>31</sup>

### 3. Escolha normativa: a legalidade da medida provisória e o trâmite normativo

Outro grande ponto de conflito é o tipo normativo adotado para a reforma, que levou muitos daqueles que se posicionaram a defender a inconstitucionalidade da medida provisória.

A questão se põe em face da norma constitucional presente no art. 62 da Carta Magna, que restringe a adoção de medidas provisórias às hipóteses de relevância e urgência e veda disposições que versem sobre direito penal e processual penal.<sup>32</sup>

complementar que identifique as contas contábeis que comporão a receita de serviços e de produtos financeiros mencionada no inciso I do *caput*”.

31. Medida Provisória 784/2017:

“Art. 38. O Banco Central do Brasil disciplinará as penalidades, as medidas coercitivas, os meios alternativos de solução de controvérsias e o processo administrativo sancionador previstos no Capítulo II, e disporá sobre: I – a gradação das penalidades de multa, de proibição de praticar determinadas atividades ou serviços e de inabilitação para atuar como administrador ou para exercer cargo em órgão previsto no estatuto ou no contrato social de pessoa mencionada no *caput* do art. 2º; II – a multa cominatória e os critérios a serem considerados para a definição de seu valor, tendo em vista os seus objetivos; III – o cabimento, o tempo e o modo de celebração do termo de compromisso e do acordo de leniência, e, no caso deste último instrumento, sobre os critérios para declarar a extinção da ação punitiva administrativa e para a aplicação da redução da penalidade; e IV – o rito e os prazos do processo administrativo sancionador no âmbito do Banco Central do Brasil.

“Parágrafo único. Aplicam-se subsidiariamente aos processos administrativos sancionadores na esfera de atuação do Banco Central do Brasil as normas previstas na Lei n. 9.784, de 29 de janeiro de 1999, no que não conflitem com aquelas previstas no Capítulo II.”

32. CF: “Art. 62. *Em caso de relevância e urgência*, o Presidente da República poderá adotar

### 3.1 Constitucionalidade da medida provisória

As restrições à adoção de medida provisória justificam-se, principalmente, pelo princípio da separação de Poderes, por força do qual cabe ao Poder Legislativo, e não ao Poder Executivo, editar as leis. Neste sentido, para que seja legal a edição de norma pelo Poder Executivo é necessário que não se possa aguardar a conclusão do processo legislativo comum, cujo trâmite costuma ser longo. Com isso, permite-se que sejam normatizadas de forma cautelar determinadas situações de elevada importância, com potenciais efeitos danosos à coletividade.

Desta forma, e tratando especificamente da medida provisória em tela, os críticos apontam que não há na “Exposição de Motivos” da medida ou em seu conteúdo argumentos que supram os requisitos de urgência e do potencial dano à coletividade com a demora.

Destaca-se, nessa seara, que a reforma nos regulamentos punitivos do Sistema Financeiro Nacional tramita desde 2015, e o processo administrativo sancionador conduzido pelo BACEN é realizado da mesma maneira há cinco décadas, o que ao menos sugere inexistir verdadeira urgência.

Ademais, há quem diga que, por dispor sobre punições e instituir a possibilidade de

medidas provisórias, com força de lei, devendo submetê-las de imediato ao Congresso Nacional. (*Resolução dada pela Emenda Constitucional 32/2001.*)

“§ 1º. É vedada a edição de medidas provisórias sobre matéria: (*incluído pela Emenda Constitucional 32/2001*) I – relativa a: (*incluído pela Emenda Constitucional 32/2001*) a) nacionalidade, cidadania, direitos políticos, partidos políticos e direito eleitoral; (*incluído pela Emenda Constitucional 32/2001*) b) direito penal, processual penal e processual civil; (*incluído pela Emenda Constitucional 32/2001*); c) organização do Poder Judiciário e do Ministério Público, a carreira e a garantia de seus membros; (...)” (*incluído pela Emenda Constitucional 32/2001*) (grifos nossos).

celebração de acordo de leniência, a medida tangenciaria sobremaneira o direito penal e o processual penal, uma vez que parte das condutas vedadas pela lei também representa crime.<sup>33</sup>

Desta forma, a interpretação da norma constitucional levaria à conclusão de que é impossível instituir infrações e sanções por meio de medida provisória, mesmo que sanções administrativas, porque isso também seria expressão do poder punitivo estatal, limitado pelas garantias previstas na Constituição Federal. Somente a lei aprovada pelo Parlamento, fruto da vontade popular, poderia impor restrições tão severas aos direitos de liberdade e de propriedade dos cidadãos.

De acordo com o professor da USP Heleno Torres,<sup>34</sup> considerar o acordo de leniência como instituto que não é de matéria penal seria aceitar a dominação absoluta do casuismo sobre o Direito Brasileiro. O Professor defende que o assunto deveria ter sido tratado em projeto de lei, para que se permitisse discussão mais aprofundada a seu respeito.

Nesse ínterim, Marcelo Trindade, ao opinar sobre a matéria,<sup>35</sup> classificou a medida provisória como “demagogia legislativa”, pela aparente falta de urgência. Isso porque, diferentemente de lei ordinária, a edição de

33. L. H. Vieira e L. Rocha, “Medida Provisória 784 pode ser considerada inconstitucional”, *Consultor Jurídico* 26.6.2017, disponível em <http://www.conjur.com.br/2017-jun-26/opiniao-mp-784-considerada-inconstitucional2> (acesso em 28.6.2017).

34. T. Rover, “Por meio de MP, Governo permite que Banco Central faça acordos de leniência”, *Consultor Jurídico* 8.6.2017, disponível em <http://www.conjur.com.br/2017-jun-08/mp-governo-permite-banco-central-faca-acordos-leniencia> (acesso em 27.6.2017).

35. Graziella Valenti, Juliana Schincariol e Daniela Fernandes, “Novas penas da MP podem não servir para JBS”, cit., *Valor Econômico* 9.6.2017, disponível em <http://www.valor.com.br/agro/4998818/novas-penas-da-mp-podem-nao-servir-para-jbs> (acesso em 28.6.2017).

medidas provisórias, por ser feita de forma mais célere, impossibilita a realização de amplo debate sobre o assunto.

Em contraponto, os defensores da legalidade da medida provisória argumentam que a norma se limita a tratar de infrações eminentemente administrativas e não adentra a esfera penal, tratando de diploma normativo de direito administrativo sancionador, cujo regime jurídico seria ditado pela aplicação apenas analógica de regras e princípios de direito penal e direito processual à luz do devido processo legal punitivo.<sup>36</sup>

Assim, as atuações das autarquias e do Ministério Público Federal no âmbito dos acordos de leniência, por exemplo, seriam completamente apartadas e inconfundíveis, ambas possuindo assento constitucional. Os acordos de leniência do BACEN e da CVM, portanto, versariam exclusivamente sobre infrações administrativas, sem reflexos na esfera penal, de modo que não só não interfeririam na atuação do Ministério Público Federal como também não impediriam que a investigação penal prosseguisse na forma da lei, não possuindo quaisquer reflexos na esfera penal.<sup>37</sup>

O BACEN, por sua vez, defendeu a adoção da medida provisória,<sup>38</sup> argumentando que haveria urgência na necessidade de adequação da legislação às recomendações internacionais sobre o tema, em decorrência do compromisso do Governo Brasileiro no âmbito das reuniões do G20, com início em

36. F. Medina Osório, “Qual o alcance do marco punitivo da MP 784?”, *Migalhas* 27.6.2017, disponível em <http://www.migalhas.com.br/dePe so/16,MI260940,81042-Qual+o+alcance+do+marco+punitivo+da+MP+784> (acesso em 28.6.2017).

37. Idem, *ibidem*.

38. J. Borges, “Banco Central vai ao Ministério Público para explicar MP da leniência”, *GI* 12.6.2017, disponível em <http://g1.globo.com/economia/blog/joao-borges/post/banco-central-vai-ao-ministerio-publico-explicar-mp-da-leniencia.html> (acesso em 20.6.2017).

julho/2017, por meio do *Financial Sector Assessment Program/FSAP*.<sup>39</sup>

Caso não se adotasse a medida provisória, a nova avaliação do FSAP, a ser elaborada pelo FMI e pelo Banco Mundial, poderia impactar o *rating* do Brasil. Ao sentir do BACEN, portanto, sem as disposições introduzidas pela medida provisória o País receberia uma avaliação ruim, já que sua legislação estaria obsoleta, trazendo valores de multas aplicadas no Sistema Financeiro Nacional datados dos anos 1990.<sup>40</sup>

Ainda, em nota,<sup>41</sup> o BACEN rejeitou a alegação de que a edição da medida provisória se deu em função das delações ocorridas durante períodos próximos à publicação, afirmando que “a MP não tem relação com boatos de delações que surgiram *a posteriori* e cujo conteúdo é desconhecido”.

Alegando a inconstitucionalidade da medida provisória, o Partido Socialista Brasileiro/PSB, no dia 4 de julho, propôs a ADI 5.738.<sup>42</sup>

39. A análise do *Financial Sector Assessment Program* é feita pelo Fundo Monetário Internacional em conjunto com o Banco Mundial e objetiva medir a estabilidade e a solidez do setor financeiro do País analisado, bem como avaliar suas perspectivas de crescimento e desenvolvimento. A última avaliação do FSAP sobre o Brasil foi feita em 2012 (“IMF Country Report n. 12/206”, disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12206.pdf>). Ao fim das análises o FMI faz recomendações-chave para que o País desenvolva seu sistema financeiro. Dentre as feitas para o Brasil havia provisões acerca do melhor desenvolvimento das capacidades do BACEN e da CVM, no sentido das reformas trazidas pela medida provisória. Para mais informações, v.: <http://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/14/Financial-Sector-Assesment-Program> e <https://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.aspx>.

40. Idem, *ibidem*.

41. F. de Castro, “BC nega que MP da leniência dos bancos tenha a ver com delações”, *O Estado de S. Paulo* 12.6.2017, disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-nega-que-mp-da-leniencia-dos-bancos-tenha-a-ver-com-delacoes,70001837738> (acesso em 25.6.2017).

42. <http://www.stf.jus.br/portal/processo/verProcessoAndamento.asp?incidente=5222071>.

Em síntese, funda-se a ação direta de inconstitucionalidade nos argumentos de que faltam à medida provisória os requisitos formais de relevância e urgência. Subsidiariamente, a ação ataca também os requisitos materiais da norma, defendendo sua inconstitucionalidade parcial em relação aos arts. 14, 15 e 31, sob o fundamento de violação aos princípios da publicidade, moralidade e eficiência, positivados em nosso Direito pelo art. 37, *caput*, da CF.<sup>43</sup>

### 3.2 Trâmite legislativo e emendas apresentadas ao texto da medida provisória

Para que se transforme em lei, a medida provisória precisa ser aprovada perante o Poder Legislativo. Estima-se<sup>44</sup> que o processo durará, ao menos, dois meses, uma vez que foram propostas 97 emendas ao Projeto. Caso as emendas sejam aceitas, ainda será necessária nova sanção presidencial.<sup>45</sup> Cumpridas tais etapas, o texto será regulamentado pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários.

A maior parte das supramencionadas 97 emendas ao texto da medida provisória está concentrada no valor das multas e na instituição do acordo de leniência no âmbito do

processo administrativo sancionador. Muitas, ainda, tratam de revisões técnicas que visam a sanar possíveis ambiguidades ou equívocos na redação do texto legal publicado.

Dentre estas, em muitas há objetivo nevrálgico comum: a regulamentação ou supressão dos artigos que dispõem sobre o acordo de leniência, em respeito ao art. 62, § 1º, I, “b”, da CF,<sup>46</sup> que veda a edição de medida provisória que trate, dentre outros, de matéria de direito processual penal.

É o caso, por exemplo, da Emenda Supressiva de autoria do senador José Pimentel (PT/Ceará),<sup>47</sup> de acordo com a qual devem ser excluídos da medida provisória os arts. 30 a 33.

Em sua proposta o Senador também questionou a possibilidade de o BACEN manter em sigilo as informações delatadas.

Por outro lado, algumas das proposições não buscam suprimir as previsões do acordo de leniência, mas apenas alterá-las. É a situação, por exemplo, da Emenda Modificativa proposta pela senadora Lídice da Mata (PSB/Bahia),<sup>48</sup> que sugere condicionar a validade do acordo de leniência à sua aprovação, em sessão secreta, pela Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

Ainda no âmbito do acordo de leniência, a Emenda Aditiva do senador Acir Gurgacz (PDT/Roraima)<sup>49</sup> propõe que sejam os

46. CF:

“Art. 62. Em caso de relevância e urgência, o Presidente da República poderá adotar medidas provisórias, com força de lei, devendo submetê-las de imediato ao Congresso Nacional.

“§ 1º. É vedada a edição de medidas provisórias sobre matéria: I – relativa a: (...); b) direito penal, processual penal e processual civil; (...).”

47. <http://www.valor.com.br/financas/5002062/mp-traz-debate-sobre-leniencia-conjunta> (acesso em 20.6.2017).

48. <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=5338455&disposition=inline#Emenda3>.

49. <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=5344457&disposition=inline#Emenda42>.

43. CF: “Art. 37. A Administração Pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: (...)”

44. G. Valenti, “MP traz debate sobre leniência conjunta”, cit., *Valor Econômico* 13.6.2017, disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5002062/mp-traz-debate-sobre-leniencia-conjunta> (acesso em 20.6.2017).

45. J. C. Rossi e M. P. Cassone Rossi, “Medidas provisórias – Conversão em lei”, in C. A. M. de Souza (coord.), *Medidas Provisórias e Segurança Jurídica*, 1ª ed., São Paulo, Editora Juarez de Oliveira, 2003, p. 515.

acordos analisados pelo Congresso Nacional, de forma que os representantes do povo participem do processo de celebração destes e que sejam mais bem regulamentados seus procedimentos.

Além disso, foram também apresentadas emendas que visam a incluir o Ministério Público no procedimento de desenvolvimento e aceitação do acordo de leniência. É o caso da proposição do deputado Antônio Carlos Mendes Thame (PV/São Paulo),<sup>50</sup> que sugere adicionar dois parágrafos ao art. 33 do dispositivo.

O primeiro parágrafo definiria o dever de ser acionado o Ministério Público Federal para que acompanhasse o processo de homologação e cumprimento do acordo de leniência entre o BACEN e os beneficiários. Em sentido semelhante, o segundo parágrafo, se adicionado, concederia ao Ministério Público Federal e à Polícia Federal a possibilidade de solicitar e utilizar as informações oriundas do supramencionado acordo de leniência em investigações atuais ou futuras.

Em direção semelhante, a Emenda Aditiva da deputada Carmen Zanotto (PPS/Santa Catarina)<sup>51</sup> sustenta a participação do Ministério Público Federal na celebração dos acordos de leniência firmados no âmbito desta medida provisória.

Com relação à confidencialidade de informações obtidas por meio dos termos de compromisso, o senador Dario Berger (PMDB/Santa Catarina)<sup>52</sup> sugeriu a supressão do parágrafo único do art. 14 da Medida Provisória 784,<sup>53</sup> que atribui à autoridade compe-

tente em cada caso decidir pela publicação, ou não, de termo de compromisso firmado. Com base na ideia de que tais informações são de interesse público e, como tais, devem ser tornadas públicas, sustenta ser indevido o sigilo.

Neste mesmo sentido, o senador Cristovam Buarque (PPS/Distrito Federal)<sup>54</sup> alega a necessidade de adição de § 2º ao art. 14 da medida provisória, estabelecendo que a discricionariedade para tornar públicas ou não determinadas informações é limitada. Especificamente, o BACEN e a CVM continuarão, de acordo com a emenda, obrigados a comunicar indícios de crimes ao Ministério Público e outras irregularidades aos órgãos públicos competentes.

Já, no que diz respeito aos valores das multas, o deputado Félix Mendonça Jr. (PDT/Bahia)<sup>55</sup> propôs aumentar em 10 vezes o limite previsto pelo art. 7º,<sup>56</sup> passando de bilhões de Reais para 20 bilhões. No mesmo sentido, o senador Ricardo Ferraço (PSDB/Espírito Santo)<sup>57</sup> também defendeu a elevação do

“Art. 14. O acordo firmado terá caráter público e será publicado no sítio eletrônico do Banco Central do Brasil.

“Parágrafo único. Não será publicado o termo de compromisso nos casos em que a autoridade competente entender, mediante despacho fundamentado, que sua publicidade pode colocar em risco a estabilidade e a solidez do Sistema Financeiro Nacional, do Sistema de Pagamentos Brasileiro ou de pessoa mencionada no *caput* do art. 2º.”

54. <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=5338604&disposition=inline#Emenda6>.

55. <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=5338843&disposition=inline#Emenda8>.

56. Medida Provisória 784/2017: “Art. 7º. A penalidade de multa não excederá o maior destes valores: I – 0,5% (cinco décimos por cento) da receita de serviços e de produtos financeiros apurada no ano anterior ao da consumação da infração, ou, no caso de ilícito continuado, da consumação da última infração; ou II – R\$ 2.000.000.000,00 (dois bilhões de Reais)”.

57. <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=5338952&disposition=inline#Emenda14>.

50. <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=5344064&disposition=inline#Emenda40>.

51. <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=5345518&disposition=inline#Emenda92>.

52. <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=5345127&disposition=inline#Emenda76>.

53. Medida Provisória 784/2017:

teto previsto para a multa de que trata o artigo, que seria não mais limitada a 0,5% da receita de serviços e de produtos financeiros apurada no ano anterior ao da consumação da infração, ou, no caso de ilícito continuado, da consumação da última infração, mas a 2% desse mesmo valor.

Há, também, emendas sobre temas diversos, como a Emenda Aditiva apresentada pelo deputado Arnaldo Faria de Sá (PTB/São Paulo),<sup>58</sup> que visa a proporcionar à Superintendência de Seguros Privados/SUSEP a possibilidade de aplicar multas de até 1 bilhão de Reais.

As propostas de emenda ainda serão discutidas por comissão mista do Congresso Nacional, já instaurada, e poderão ser destacadas para votação diretamente no Plenário da Câmara ou do Senado.

Para não perder sua validade, a medida provisória precisa ser aprovada até o fim de outubro.

### 3.3 Efeitos de possível rejeição da medida provisória

Caso seja aprovada, a medida provisória terá seus efeitos aplicados normalmente, sem que haja grandes discussões a esse respeito. Todavia, com relação à possibilidade de que seja rejeitada, expressa ou tacitamente, surge uma principal questão: como abordar os efeitos decorrentes da incidência de suas normas?

A legislação brasileira não oferece resposta conclusiva à problemática dos efeitos de medida provisória não aceita, como destaca a professora Vera Cristina Caspari Monteiro: “Se, todavia, forem rejeitadas, são tidas como inexistentes, *restando ao Poder Legislativo o dever de disciplinar as relações jurídicas dela decorrentes*”.<sup>59</sup>

58. <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=5338185&disposition=inline#Emenda2>.

59. V. C. Caspari Monteiro, “Medida provisória: panorama doutrinário e jurisprudencial”, *Revista*

No mesmo sentido o ex-Ministro do STF Oscar Dias Corrêa também sustentou, afirmando que: “No Brasil, o Congresso deve regular; apenas, o art. 62 não previu a forma dessa disciplina legal”.<sup>60</sup>

É semelhante a posição do Des. Edilson Pereira Nobre Jr.:

“A melhor exegese do art. 62, parágrafo único, parte final, da CF é aquela a recomendar, ante a não validade das normas da medida não convertida, a qualidade de inválidos dos atos perpetrados no decorrer de sua aplicação. No entanto, permite-se ao Congresso Nacional regular – e com força retroativa, advirta-se – as consequências da medida provisória, reconhecendo-lhe, no todo ou em parte, validade. Pode, assim, o Legislativo conferir validade a atos praticados com fulcro em medida provisória não aprovada”.<sup>61</sup>

Ainda, para Saulo Ramos, ex-Consultor-Geral da República, as normas que tiveram sua eficácia suspensa pela medida provisória a têm restaurada quando não houver conversão da mesma em lei:

“Não se operando, porém, a conversão legislativa, restaurar-se-á a eficácia jurídica, até então meramente suspensa, dos diplomas afetados pela edição do ato normativo provisório”.<sup>62</sup>

O STF adota a posição de que a medida provisória não transformada em lei após o prazo legal perde sua eficácia desde o momento de sua edição, consoante a disposição do art. 62, § 3º, da CF.<sup>63</sup>

*Trimestral de Direito Público/RTDP* 16/167, São Paulo, Malheiros Editores, 1996.

60. Oscar Dias Corrêa, *A Constituição de 1988: Contribuição Crítica*, 1ª ed., São Paulo, Forense Universitária, 1991, p. 132.

61. Edilson Pereira Nobre Jr., “O Supremo Tribunal Federal e a disciplina da eficácia das medidas provisórias não convertidas”, *Revista de Direito Administrativo/RDA* 226/169, Rio de Janeiro, Editora FGV, 2001.

62. S. Ramos, “Medidas provisórias, Parecer n. SR-92”, *Repertório IOB de Jurisprudência* 9, Suplemento Especial, São Paulo, IOB, 23.6.1989, p. 5.

63. CF, § 3º do art. 62: “§ 3º. As medidas provisórias, ressalvado o disposto nos §§ 11 e 12, perderão

Em decisão de 7.11.1990 o Min. Celso de Mello afirmou que todos os atos praticados com fundamento na medida provisória rejeitada deverão ser destituídos de validade.<sup>64</sup> Consoante trecho desse acórdão, restou estabelecido que operam

“(...) efeitos extintivos radicais e genéricos, de modo a afetar todos os atos que estejam, de qualquer modo, causalmente vinculados à medida provisória rejeitada ou não transformada em lei, especialmente aqueles que, editados pelo próprio Poder Público, com ele mantinham – ou deveriam manter – estrita relação de dependência normativa e de acessoriedade jurídica, tais como as instruções normativas”.<sup>65</sup>

Da mesma forma, no julgamento da ADI 293 posicionamento idêntico foi exarado:

“A rejeição parlamentar de medida provisória – ou de seu projeto de conversão, — além de desconstituir-lhe *ex tunc* a eficácia jurídica, opera uma outra relevante consequência de ordem político-institucional, que consiste na impossibilidade de o Presidente da República renovar esse ato quase legislativo, de natureza cautelar”.<sup>66</sup>

Confirmam-se, ainda, outros julgados que indicam a adoção da mesma teoria: ACi 0010763-61.2012.8.26.0577/TJSP<sup>67</sup> e EDv no REsp 450.809/STJ.<sup>68</sup>

Desta posição partilha o professor Nacoul Badoui Sahyoun:

“A rejeição, ou a igual não conversão, da medida provisória despoja-a de eficácia

eficácia, desde a edição, se não forem convertidas em lei no prazo de 60 (sessenta) dias, prorrogável, nos termos do § 7º, uma vez por igual período, devendo o Congresso Nacional disciplinar, por decreto legislativo, as relações jurídicas delas decorrentes”.

64. STF, AgR na ADI 365-DF, rel. Min. Celso de Mello, j. 7.11.1990, publ. 15.3.1991.

65. Idem.

66. STF, ADI 293-DF, rel. Min. Celso de Mello, j. 6.6.1990, publ. 16.4.1993.

67. TJSP, ACi 0010763-61.2012.8.26.0577, rel. Des. Nuncio Théophilo Neto, j. 31.5.2016, publ. 20.6.2016.

68. STJ, EREsp 450.809-RS, rel. Min. Francislli Netto, j. 23.10.2003, publ. 9.2.2004.

jurídica desde o momento de sua edição. Na medida em que a rejeição da medida provisória opera retroativamente, anulando os atos praticados no curso de sua temporária eficácia, a Constituição Federal defere ao Congresso o poder-dever de editar norma regulando as relações jurídicas que se tenham constituído no interregno”.<sup>69</sup>

Esta visão, contudo, não é unânime na doutrina brasileira. Primeiramente, sustenta-se que, de acordo com o próprio § 3º do art. 62 da CF, o Congresso Nacional deverá disciplinar as relações jurídicas decorrentes de medida provisória rejeitada ou não aceita, por meio de decreto legislativo.

Por esse motivo, alega-se que o dispositivo legal sustenta a sobrevivência das relações. É esta a posição, por exemplo, de Hugo de Brito Machado,<sup>70</sup> para quem, ainda que não se editem normas para este fim, não há o desfazimento puro e simples das relações jurídicas.

O art. 62 também dispõe de forma contrária ao entendimento do STF em seu § 11,<sup>71</sup> incluído pela Emenda Constitucional 32/2001.

De acordo com a norma, caso não seja editado o decreto legislativo até sessenta dias após a rejeição ou perda de eficácia de medida provisória, manter-se-ão regidas por ela as relações jurídicas constituídas e decorrentes de atos praticados durante sua vigência.

O que ocorre, portanto, é que, nas situações em que o Congresso Nacional

69. N. Badoui Sahyoun, “As medidas provisórias à luz da jurisprudência”, in C. A. M. de Souza (coord.), *Medidas Provisórias e Segurança Jurídica*, 1ª ed., São Paulo, Editora Juarez de Oliveira, 2003, p. 461.

70. Hugo de Brito Machado, “Efeitos de medida provisória rejeitada”, *RT* 700/46-47, São Paulo, Ed. RT, 1994.

71. CF, § 11 do art. 62: “§ 11. Não editado o decreto legislativo a que se refere o § 3º até 60 (sessenta) dias após a rejeição ou perda de eficácia de medida provisória, as relações jurídicas constituídas e decorrentes de atos praticados durante sua vigência conservar-se-ão por ela regidas”.

não cumpre seu dever de edição de decreto legislativo, os efeitos da medida provisória continuam vigentes. Assim, bem observou Oscar Dias Corrêa:

“A ausência do disciplinamento dos efeitos da medida provisória que perdeu eficácia ou foi rejeitada conduz, surpreendente e contraditoriamente, à sua eficácia e validade: as relações jurídicas constituídas e decorrentes de atos praticados durante sua vigência conservar-se-ão por ela regidas e, portanto, como se aprovadas!”<sup>72</sup>

Tampouco é pacífica, todavia, esta posição, havendo quem defenda que o silêncio do Congresso Nacional importa rejeição à medida provisória analisada. Assim pensa Damous Filho, para quem, quando o Congresso se abstém de deliberar, “é porque entendeu, tacitamente, não estar configurada matéria urgente e relevante”.<sup>73</sup>

A tese da rejeição tácita de medida provisória pelo Congresso também é adotada por Júlio César Rossi e Maria Paula Cassone Rossi:

“Assim, persistindo o Poder Legislativo na inércia em examinar o conteúdo da medida provisória durante o prazo constitucionalmente estabelecido, verifica-se a rejeição tácita”.<sup>74</sup>

#### 4. O momento da publicação: por que agora?

A medida provisória analisada foi editada, como se sabe, em momento de elevadíssima turbulência política no País. O Projeto estava parado na Casa Civil desde

72. Oscar Dias Corrêa, *Estudos de Direito Político-Constitucional*, 1ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2010, p. 540.

73. Leomar Barros Amorim de Sousa, “Medidas provisórias: a experiência brasileira”, *Cartilha Jurídica* 46/32, Distrito Federal, 1997.

74. Júlio César Rossi e Maria Paula Cassone Rossi, “Medidas provisórias – Conversão em lei”, cit., in C. A. M. de Souza (coord.), *Medidas Provisórias e Segurança Jurídica*, 1ª ed., p. 517.

2015<sup>75</sup> e avançou na esteira das delações dos irmãos Joesley e Wesley Batista, da JBS, que aumentaram o já alto grau de instabilidade no Brasil, e na expectativa da delação de Antônio Palocci, Ministro da Fazenda durante o governo Lula e Ministro-Chefe da Casa Civil de Dilma Rousseff.

Dessa maneira, há que se questionar o cenário em que se escolheu editar a medida provisória, haja vista a instauração de investigações para averiguar o cometimento de crimes de *insider trading* pela JBS e por seus controladores. Tais investigações desenvolvem-se sobre as transações de compra de Dólar futuro e venda de ações realizadas pouco antes da divulgação do conteúdo das delações da JBS, que levantaram suspeitas de uso de informação privilegiada.

Na CVM o principal inquérito sobre a JBS trata de operações com derivativos cambiais no pregão anterior à divulgação de informações sobre a gravação, feita por Joesley Batista, de conversa com o Presidente Michel Temer.<sup>76</sup> Logo em seguida, por conta da alta do Dólar, o ganho potencial com a posição chegou a 700 milhões de Reais. Além disso, a autarquia investiga a venda de 330 milhões de Reais em ações do frigorífico pelos controladores.

Não obstante, a mudança nas sanções previstas nos processos administrativos do BACEN já vinha sendo discutida antes da instauração da “Operação Lava-Jato”. Com base nesse argumento, o BACEN e o Gover-

75. Fabrício de Castro, Fernando Nakagawa e Irany Tereza, “‘A incerteza aumentou, mas o que me interessa são as reformas e o ajuste’, diz Ilan Goldfan”, *O Estado de S. Paulo* 19.6.2017, disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,a-incerteza-aumentou-mas-o-que-me-interessa-sao-as-reformas-e-o-ajuste-diz-ilan-goldfan,70001847727> (acesso em 29.6.2017).

76. “O Globo. Áudios: ouça as gravações feitas pelo dono da JBS com Temer”, *O Globo* 18.6.2017, disponível em <https://oglobo.globo.com/brasil/audios-ouca-as-gravacoes-feitas-pelo-dono-da-jbs-com-temer-21360751> (acesso em 28.6.2017).



no tentam dissociar a edição da medida do panorama político atual. Para o Presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn,<sup>77</sup> a razão da urgência é tão somente a iminência de nova avaliação do FSAP, que poderia ser desastrosa, pelos já elencados motivos.

Em nota, Ilan disse que a proposta de atualização da legislação foi amplamente anunciada e divulgada no escopo da “Agenda BC+”<sup>78</sup> e que, com isso, não caberia traçar relação entre a norma e as delações.

Pablo Renteria ressaltou, novamente,<sup>79</sup> que a necessidade de revisão das normas administrativas era consenso e que nada foi feito “no afogadilho”, tendo sido realizada exaustiva discussão sobre a matéria. Para ele, a medida provisória é fruto de esforço de mais de cinco anos, com amplo debate acerca das possibilidades de melhoria do trabalho de *enforcement* dos reguladores.

No mesmo sentido pronunciou-se o Ministro da Fazenda, Henrique Meirelles, que afirmou que as medidas já estavam em discussão havia anos, rechaçando qualquer motivação ligada à situação política nacional.<sup>80</sup>

77. C. Safatle e E. Campos, “Para abranger conduta criminal, MP 784 necessitará de emenda”, cit., *Valor Econômico* 13.6.2017, disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5002066/para-abranger-conduta-criminal-mp-784-necessitara-de-emenda> (acesso em 28.6.2017).

78. A *Agenda BC+* é agenda de trabalhos do BACEN, focada em questões estruturais do BACEN e do Sistema Financeiro Nacional. A Agenda foi estruturada em quatro pilares temáticos: (i) mais cidadania financeira; (ii) uma legislação mais moderna; (iii) um sistema financeiro mais eficiente; e (iv) crédito mais barato (v. mais em [http://www.sicredinatal.com.br/wp-content/uploads/2017/05/Apresenta%C3%A7%C3%A3o\\_Presidente\\_Ilan\\_Goldfajn\\_Agenda\\_BC\\_Mais\\_20122016.pdf](http://www.sicredinatal.com.br/wp-content/uploads/2017/05/Apresenta%C3%A7%C3%A3o_Presidente_Ilan_Goldfajn_Agenda_BC_Mais_20122016.pdf)).

79. Graziella Valenti e Juliana Schincariol, “CVM quer debate público sobre MP 784”, cit., *Valor Econômico* 20.6.2017, disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5010118/cvm-quer-debate-publico-sobre-mp-784> (acesso em 28.6.2017).

80. G. Valenti, J. Schincariol e Daniela Fernandes, “Novas penas da MP podem não servir para JBS”, cit., *Valor Econômico* 9.6.2017, disponível

## 5. Conclusão

Não é possível, hoje, traçar panorama detalhado de quais serão as consequências da medida provisória em análise. Se, por um lado, seu tom – de punições mais rígidas e maior instrumentalização das autarquias no que tange à regulação do Sistema Financeiro Nacional – é claro, por outro, a miríade de críticas torna difícil prever as alterações ao texto publicado.

Todavia, ainda que represente esforço até certo ponto louvável, foi cometido erro substancial na publicação do texto: a escolha da espécie normativa. Parece-nos claro que a medida provisória não era o instrumento mais adequado às especificidades do tema. Conforme já debatido ao longo do artigo, falta preenchimento de um dos requisitos à Medida Provisória 784, qual seja, a urgência, que não se caracteriza simplesmente pelo decurso de tempo para aprovação das leis.

Nas palavras de José Eduardo Carneira Alvim:

“O que a ordem constitucional não tolera é que a lentidão do legislador ordinário sirva de pretexto à edição de medida provisória, porquanto a ‘relevância e urgência’ a que se refere o art. 62, *caput*, não tem a conotação que se lhe tem amiúde reconhecido”.<sup>81</sup>

Em razão de a legislação ser notadamente obsoleta já há muitos anos e, principalmente, de o Projeto ter ficado parado na Casa Civil durante longo período, não há como sustentar potencial dano tamanho que não permitisse a discussão aprofundada do tema, como proporcionam outras espécies normativas.

em <http://www.valor.com.br/agro/4998818/novas-penas-da-mp-podem-nao-servir-para-jbs> (acesso em 28.6.2017).

81. J. E. Carneira Alvim, “Medida provisória como mecanismo de veiculação da lei temporária”, *Cadernos de Direito Constitucional e Ciência Política* 16/141, São Paulo, Ed. RT, 1996.

A urgência é requisito que justifica o instituto da medida provisória, já que se trata de situação em que a demora, que inevitavelmente ocorre na aprovação de outras espécies normativas, pode causar danos graves.

Como leciona Fábio Konder Comparato:

“O chefe do Poder Executivo só pode intervir na área própria de atribuições do Congresso Nacional quando se tratar de problema imprevisível, de reconhecida importância, cuja solução pode ficar comprometida caso se venha a utilizar o processo legislativo normal. Se a questão a regular não é de excepcional relevância não há, logicamente, urgência alguma em se baixar um decreto com força de lei”.<sup>82</sup>

Assim, embora consideremos as disposições em grande parte corretas e adequadas à realidade, o grave equívoco cometido quando da escolha da medida provisória prejudica sua possibilidade de aprovação.

Ademais, por força desta escolha normativa, há curto período destinado às discussões, criando dúvidas inclusive a respeito da possibilidade de que as 97 emendas sejam satisfatoriamente analisadas e, depois, aprovadas ou rejeitadas. Decerto, embora as posições oficiais tentem negar, parece razoável desenhar relação entre a edição da norma e os recentes acontecimentos político-econômicos – em especial, a esperada delação de Palocci e o caso JBS –, o que leva a discussões mais acaloradas a respeito da medida provisória.

Com relação à arguição de inconstitucionalidade dos dispositivos sobre os acordos de leniência, não nos parece correto o argumento. Considerar tais acordos matéria de direito penal ou processual penal em qualquer situação, sem que se analise o conjunto normativo em que se inserem, leva a uma noção demasiado abrangente dos termos. Como as questões a se abordar no âmbito

dos processos administrativos sancionadores não se confundem com aquelas de responsabilidade do Ministério Público Federal, na maneira numerosas vezes destacada pela CVM, pelo BACEN e pelo Poder Executivo, não há que se considerar a existência de ilegalidade nestes dispositivos.

De qualquer sorte, é certo que as reformas ao Sistema Financeiro Nacional indicam novo caminho ao processo administrativo sancionador no Brasil, mesmo que sejam contidas pelas propostas de emendas apresentadas. Ainda, sem dúvida, pode-se dizer que o País se direciona – como quer o Governo, com o “Banco Central +”, e na esteira do Novo Mercado – para cenário de maior concentração de poder regulador nas autarquias e, o que é mais relevante, maior concentração do poder punitivo.

### Referências bibliográficas

- ARCOVERDE, L., BRIGATTO, G., e VALENTI, G. “Marcelo Odebrecht acertou R\$ 64 milhões com Palocci por linha a Angola”. *Valor Econômico* 12.4.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/politica/4936682/marcelo-odebrecht-acertou-r-64-milhoes-com-palocci-por-linha-angola> (acesso em 22.6.2017).
- BORGES, J. “Banco Central vai ao Ministério Público para explicar MP da leniência”. *G1* 12.6.2017. Disponível em <http://g1.globo.com/economia/blog/joao-borges/post/banco-central-vai-ao-ministerio-publico-explicar-mp-da-leniencia.html> (acesso em 20.6.2017).
- BRANDT, R., COUTINHO, M., e MACEDO, F. “Ao depor em 2016, Eike disse que BNDES ‘é uma área crítica’”. *O Estado de S. Paulo* 31.1.2017. Disponível em <http://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/ao-depor-em-2016-eike-disse-que-bndes-e-uma-area-critica> (acesso em 26.6.2017).
- BRIGATTO, G., ARCOVERDE, L., e VALENTI, G. “Marcelo Odebrecht acertou R\$ 64 milhões com Palocci por linha a Angola”. *Valor Econômico* 12.4.2017. Disponível em

82. F. Konder Comparato, “A ‘questão política’ nas medidas provisórias: um estudo de caso”, *RTDP* 31/167, São Paulo, Malheiros Editores, 1996.

- <http://www.valor.com.br/politica/4936682/marcelo-odebrecht-acertou-r-64-milhoes-com-palocci-por-linha-angola> (acesso em 22.6.2017).
- CALDEIRA, A. P. Terra, e CARVALHO, L. Margotti de. “CVM e Banco Central ganham maior força punitiva com a Medida Provisória 784”. *Azevedo Sette Advogados*. Junho/2017. Disponível em [http://www.azevedosette.com.br/pt/noticias/cvm\\_e\\_banco\\_central\\_ganham\\_maior\\_forca\\_punitiva\\_com\\_a\\_medida\\_provisoria\\_784/4510](http://www.azevedosette.com.br/pt/noticias/cvm_e_banco_central_ganham_maior_forca_punitiva_com_a_medida_provisoria_784/4510) (acesso em 26.6.2017).
- CAMPOS, E., e SAFATLE, C. “Para abranger conduta criminal, MP 784 necessitará de emenda”. *Valor Econômico* 13.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5002066/para-abranger-conduta-criminal-mp-784-necessitaria-de-emenda> (acesso em 28.6.2017).
- CARREIRA ALVIM, J. E. “Medida provisória como mecanismo de veiculação da lei temporária”. *Cadernos de Direito Constitucional e Ciência Política* 16. São Paulo, Ed. RT, 1996.
- CARVALHO, L. Margotti de, e CALDEIRA, A. P. Terra. “CVM e Banco Central ganham maior força punitiva com a Medida Provisória 784”. *Azevedo Sette Advogados*. Junho/2017. Disponível em [http://www.azevedosette.com.br/pt/noticias/cvm\\_e\\_banco\\_central\\_ganham\\_maior\\_forca\\_punitiva\\_com\\_a\\_medida\\_provisoria\\_784/4510](http://www.azevedosette.com.br/pt/noticias/cvm_e_banco_central_ganham_maior_forca_punitiva_com_a_medida_provisoria_784/4510) (acesso em 26.6.2017).
- CARVALHO, T. J. M. Muniz de. “A legalidade, o processo administrativo sancionador e a MP 784”. *Migalhas* 21.6.2017. Disponível em <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI260711,31047-A+legalidade+o+processo+administrativo+sancionador+e+a+MP+78417> (acesso em 26.6.2017).
- CASTRO, F. de. “BC nega que MP da leniência dos bancos tenha a ver com delações”. *O Estado de S. Paulo* 12.6.2017. Disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-nega-que-mp-da-leniencia-dos-bancos-tenha-a-ver-com-delacoes,70001837738> (acesso em 25.6.2017).
- CASTRO, F. de, NAKAGAWA, F., e TEREZA, I. “‘A incerteza aumentou, mas o que me interessa são as reformas e o ajuste’, diz Ilan Goldfan”. *O Estado de S. Paulo* 19.6.2017. Disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,a-incerteza-aumentou-mas-o-que-me-interessa-sao-as-reformas-e-o-a-juste-diz-ilan-goldfajn,70001847727> (acesso em 29.6.2017).
- COMPARATO, F. Konder. “A ‘questão política’ nas medidas provisórias: um estudo de caso”. *RTDP* 31/5-16. São Paulo, Malheiros Editores 1996.
- CORRÊA, O. Dias. *A Constituição de 1988: Contribuição Crítica*. 1ª ed. São Paulo, Forense Universitária, 1991.
- . *Estudos de Direito Político-Constitucional*. 1ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 2010.
- COUTINHO, M., BRANDT, R., e MACEDO, F. “Ao depor em 2016, Eike disse que BNDES ‘é uma área crítica’”. *O Estado de S. Paulo* 31.1.2017. Disponível em <http://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/ao-depor-em-2016-eike-disse-que-bndes-e-uma-area-critica> (acesso em 26.6.2017).
- DANTAS, I., e PIMENTA, G. “Acordos de leniência com BC serão ‘sempre públicos’”. *Jota* 19.6.2017. Disponível em <https://jota.info/justica/acordos-de-leniencia-com-bc-serao-sempre-publicos-19062017> (acesso em 28.6.2017).
- DANTAS, I., MOURA, B. H. de, e PIMENTA, G. “MP 784 consolida infrações, mas dificulta aplicação”. *Jota* 26.6.2017. Disponível em <https://jota.info/justica/mp784-consolida-infracoes-mas-dificulta-aplicacao-26062017> (acesso em 26.6.2017).
- DOTTI, R. A. e ZARDO, F. “Punições no sistema financeiro: MP 784”. *Valor Econômico* 21.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/legislacao/5011598/punicoes-no-sistema-financeiro-mp-784> (acesso em 26.6.2017).
- EIZIRIK, N., e VERZOLA, A. C. “Tropços normativos: MP 784 peca pelo excesso de rigor das sanções e pela restrição aos direitos dos acusados”. *Capital Aberto* junho/2017. Disponível em [capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/tropecos-normativos](http://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/tropecos-normativos) (acesso em 26.6.2017).
- FERNANDES, D., SCHINCARIOL, J., e VALENTI, G. “Novas penas da MP podem não

- servir para JBS”. *Valor Econômico* 9.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/agro/4998818/novas-penas-da-mp-podem-nao-servir-para-jbs> (acesso em 28.6.2017).
- G1. “JBS pagou para conseguir aportes e financiamentos do BNDES, diz delação de Joesley Batista”. 20.5.2017. Disponível em <http://g1.globo.com/politica/operacao-lava-jato/noticia/jbs-pagou-para-conseguir-aportes-e-financiamentos-do-bndes-diz-delacao-de-joesley-batista.ghtml> (acesso em 22.6.2017).
- MACEDO, F., COUTINHO, M., e BRANDT, R. “Ao depor em 2016, Eike disse que BNDES ‘é uma área crítica’”. *O Estado de S. Paulo* 31.1.2017. Disponível em <http://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/ao-depor-em-2016-eike-disse-que-bndes-e-uma-area-critica> (acesso em 26.6.2017).
- MACHADO, H. de Brito. “Efeitos de medida provisória rejeitada”. *RT* 700. São Paulo, Ed. RT, 1994.
- MONTEIRO, V. C. Caspari. “Medida provisória: panorama doutrinário e jurisprudencial”. *RTDP* 16/141-177. São Paulo, Malheiros Editores, 1996.
- MOURA, B. H. de, DANTAS, I., e PIMENTA, G. “MP 784 consolida infrações, mas dificulta aplicação”. *Jota* 26.6.2017. Disponível em <https://jota.info/justica/mp784-consolida-infracoes-mas-dificulta-aplicacao-26062017> (acesso em 26.6.2017).
- NAKAGAWA, F., CASTRO, F. de, e TEREZA, I. “A incerteza aumentou, mas o que me interessa são as reformas e o ajuste”, diz Ilan Goldfan”. *O Estado de S. Paulo* 19.6.2017. Disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,a-incerteza-aumentou-mas-o-que-me-interessa-sao-as-reformas-e-o-a-juste-diz-ilan-goldfajn,70001847727> (acesso em 29.6.2017).
- NOBRE JR., E. Pereira. “O Supremo Tribunal Federal e a disciplina da eficácia das medidas provisórias não convertidas”. *RDA* 226. Rio de Janeiro, Editora FGV, 2001.
- “O Globo. Áudios: ouça as gravações feitas pelo dono da JBS com Temer”. *O Globo* 18.6.2017. Disponível em <https://oglobo.globo.com/brasil/audios-ouca-as-gravacoes-feitas-pelo-dono-da-jbs-com-temer-21360751> (acesso em 28.6.2017).
- OSÓRIO, F. Medina. “Qual o alcance do marco punitivo da MP 784?”. *Estadão* 21.6.2017. Disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,qual-o-alcance-do-marco-punitivo-da-mp-784,70001854531> (acesso em 26.6.2017), e *Migalhas* 27.6.2017. Disponível em <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI260940,81042-Qual+o+alcance+do+marco+punitivo+da+MP+784> (acesso em 28.6.2017).
- PIMENTA, G., DANTAS, I., e B. H. de Moura. “Leniência sem MPF desestimula acordos na MP 784”. *Jota* 26.6.2017. Disponível em <https://jota.info/justica/leniencia-sem-mpf-desestimula-acordos-na-mp-784-26062017> (acesso em 26.6.2017).
- . “MP 784 consolida infrações, mas dificulta aplicação”. *Jota* 26.6.2017. Disponível em <https://jota.info/justica/mp784-consolida-infracoes-mas-dificulta-aplicacao-26062017> (acesso em 26.6.2017).
- PIMENTA, G., e DANTAS, I. “Acordos de leniência com BC serão ‘sempre públicos’”. *Jota* 19.6.2017. Disponível em <https://jota.info/justica/acordos-de-leniencia-com-bc-serao-sempre-publicos-19062017> (acesso em 28.6.2017).
- . “MP 784 permite leniência com BNDES e multa de R\$ 2 bi: Banco é citado em esquemas de corrupção; pessoa física está sujeita à punição pecuniária”. *Jota* 26.6.2017. Disponível em <https://jota.info/justica/mp-784-permite-leniencia-com-bndes-e-multa-de-r-2-bi-26062017> (acesso em 26.6.2017).
- PINHEIRO, V., e ROSA, S. “Bancos consideram valor de multa ‘excessivo’”. *Valor Econômico* 13.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5002068/bancos-consideram-valor-de-multa-excessivo> (acesso em 28.6.2017).
- RAMOS, S. “Medidas provisórias, Parecer n. SR-92”. *Repertório IOB de Jurisprudência* 9. Suplemento Especial. São Paulo, IOB, 1989.
- ROCHA, L., e VIEIRA, L. H. “Medida Provisória 784 pode ser considerada inconstitucional”. *Consultor Jurídico* 26.6.2017. Disponível em <http://www.conjur.com.br/2017-jun-26/opinioao-mp-784-considerada-inconstitucional2> (acesso em 26.6.2017).

- ROSA, S., e PINHEIRO, V. “Bancos consideram valor de multa ‘excessivo’”. *Valor Econômico* 13.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5002068/bancos-consideram-valor-de-multa-excessivo> (acesso em 28.6.2017).
- ROSSI, J. C., e ROSSI, M. P. Cassone. “Medidas provisórias – Conversão em lei”. In: SOUZA, C. A. M. de (coord.). *Medidas Provisórias e Segurança Jurídica*. 1ª ed. São Paulo, Editora Juarez de Oliveira, 2003.
- ROVER, T. “Por meio de MP, Governo permite que Banco Central faça acordos de leniência”. *Consultor Jurídico* 8.5.2017. Disponível em <http://www.conjur.com.br/2017-jun-08/mp-governo-permite-banco-central-faca-acordos-leniencia> (acesso em 27.6.2017).
- SAFATLE, C., e CAMPOS, E. “Para abranger conduta criminal, MP 784 necessitará de emenda”. *Valor Econômico* 13.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5002066/para-abranger-conduta-criminal-mp-784-necessitaria-de-emenda> (acesso em 28.6.2017).
- SAHYOUN, N. Badoui. “As medidas provisórias à luz da jurisprudência”. In: SOUZA, C. A. M. de (coord.). *Medidas Provisórias e Segurança Jurídica*. 1ª ed. São Paulo, Editora Juarez de Oliveira, 2003.
- SCHINCARIOL, J., e VALENTI, G. “CVM quer debate público sobre MP 784”. *Valor Econômico* 20.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5010118/cvm-quer-debate-publico-sobre-mp-784> (acesso em 28.6.2017).
- SCHINCARIOL, J., FERNANDES, D., e VALENTI, G. “Novas penas da MP podem não servir para JBS”. *Valor Econômico* 9.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/agro/4998818/novas-penas-da-mp-podem-nao-servir-para-jbs> (acesso em 28.6.2017).
- SOUSA, L. Barros Amorim de. “Medidas provisórias: a experiência brasileira”. *Cartilha Jurídica* 46. Distrito Federal, 1997.
- SOUZA, C. A. M. de (coord.). *Medidas Provisórias e Segurança Jurídica*. 1ª ed. São Paulo, Editora Juarez de Oliveira, 2003.
- SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *Embargos de Divergência em Recurso Especial N. 450809*. Rel. Min. Franciulli Netto, j. 23.10.2003, publ. 9.2.2004.
- TEREZA, I., CASTRO, F. de, e NAKAGAWA, F. “‘A incerteza aumentou, mas o que me interessa são as reformas e o ajuste’, diz Ilan Goldfan”. *O Estado de S. Paulo* 19.6.2017. Disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,a-incerteza-aumentou-mas-o-que-me-interessa-sao-as-reformas-e-o-ajuste-diz-ilan-goldfan,70001847727> (acesso em 29.6.2017).
- VALENTI, G. “MP traz debate sobre leniência conjunta”. *Valor Econômico* 13.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5002062/mp-traz-debate-sobre-licencia-conjunta> (acesso em 20.6.2017).
- . “Temer assina MP que endurece sanções aplicadas por Banco Central e CVM: multa máxima sobe de R\$ 250 mil para R\$ 2 bilhões”. *O Globo* 8.6.2017. Disponível em <https://oglobo.globo.com/economia/temer-assina-mp-que-endurece-sancoes-aplicadas-por-banco-central-cvm-21450036> (acesso em 26.6.2017).
- VALENTI, G., ARCOVERDE, L., e BRIGATTO, G. “Marcelo Odebrecht acertou R\$ 64 milhões com Palocci por linha a Angola”. *Valor Econômico* 12.4.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/politica/4936682/marcelo-odebrecht-acertou-r-64-milhoes-com-palocci-por-linha-angola> (acesso em 22.6.2017).
- VALENTI, G., e CAMPOS, E. “Governo amplia poderes punitivos da CVM e do BC”. *Valor Econômico* 8.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/politica/4997098/governo-amplia-poderes-punitivos-da-cvm-e-do-bc> (acesso em 26.6.2017).
- VALENTI, G., e SCHINCARIOL, J. “CVM quer debate público sobre MP 784”. *Valor Econômico* 20.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/5010118/cvm-quer-debate-publico-sobre-mp-784> (acesso em 28.6.2017).
- VALENTI, G., FERNANDES, D., e SCHINCARIOL, J. “Novas penas da MP podem não servir para JBS”. *Valor Econômico* 9.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/agro/4998818/novas-penas-da-mp-podem-nao-servir-para-jbs> (acesso em 28.6.2017).
- VERZOLA, A. C., e EIZIRIK, N. “Tropeços normativos: MP 784 peca pelo excesso de rigor das sanções e pela restrição aos direitos dos acusados”. *Capital Aberto* junho/2017. Disponível em [capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/tropecos-normativos](http://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/tropecos-normativos) (acesso em 26.6.2017).

VIEIRA, L. H., e ROCHA, L. “Medida Provisória 784 pode ser considerada inconstitucional”. *Consultor Jurídico* 26.6.2017. Disponível em <http://www.conjur.com.br/2017-jun-26/opiniaao-mp-784-considerada-inconstitucional2> (acesso em 26.6.2017).

ZARDO, F., e DOTTI, R. A. “Punições no sistema financeiro: MP 784”. *Valor Econômico* 21.6.2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/legislacao/5011598/punicoes-no-sistema-financeiro-mp-784> (acesso em 26.6.2017).

\* \* \*



