

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Nova Série - Ano XXXV • n. 101 • janeiro-março de 1996

Fundadores

1.ª Fase: WALDEMAR FERREIRA

Fase Atual: PROF. PHILOMENO J. DA COSTA (†)
PROF. FÁBIO KONDER COMPARATO

Supervisor Geral: PROF. WALDÍRIO BULGARELLI

Comitê de Redação: MAURO RODRIGUES PENTEADO, HAROLDO D. VERÇOSA,
JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, ANTONIO MARTIN

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
e do Instituto de Direito Econômico e Financeiro,
respectivamente anexos aos
Departamentos de Direito Comercial e de
Direito Econômico e Financeiro da
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Edição da
Editora Revista dos Tribunais Ltda.

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Nova Série - Ano XXXV • n. 101 • janeiro-março de 1996

© Edição e distribuição

EDITORA REVISTA DOS TRIBUNAIS LTDA.

LIVRARIA TRIBUTARIA

Rua Cel. Xavier de Toledo, 210

7o. Andar - Conj. 74 - CEP 01048-000

Fone/Fax: 214-3714

3120.3761

Diretor de Produção: ENYL XAVIER DE MENDONÇA

MARKETING E COMERCIALIZAÇÃO

Diretor: ROBERTO GALVANE

Gerente de Marketing: MELISSA TREVIZAN CHBANE

Gerente de Administração de Vendas: KUNJI TANAKA

CENTRO DE ATENDIMENTO AO CONSUMIDOR: Tel. 0800-11-2433

Diagramação eletrônica: Eurotexto Informática Ltda. - ME. Av. Sete de Setembro, 1000, CEP 18245-000 -
Campina do Monte Alegre - São Paulo, SP, Brasil. — *Impressão:* EDITORA PARMA LTDA., Av. Antonio
Bardella, 280 — CEP 07220-020 - Guarulhos, SP, Brasil.

Impresso no Brasil

Instituto Mackenzie
Biblioteca George Alexander
Direito

AVISO AOS LEITORES

Havendo dirigido a Revista ininterruptamente desde o primeiro número de sua nova série, em 1971, deixo agora as funções de Diretor Executivo, esclarecendo que não participei da redação do nº 100 (outubro-dezembro/1995).

Fábio Konder Comparato

SUMÁRIO

DOCTRINA

Distribuição secundária no Brasil e no exterior de ações pertencentes à administração pública — LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES	9
A teoria dos grupos de sociedades e a competência do juízo arbitral — ARNOLDO WALD	21
A debênture como instrumento de aplicação e captação de recursos — DURVAL JOSÉ SOLEDADE SANTOS	27
Emissão de debêntures — NELSON EIZIRIK	37
Os débitos tributários das empresas. Responsabilidade de diretores, sócios-gerentes e controladores — JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA	49
As hipóteses de recesso na Lei das Sociedades Anônimas — RENATA BRANDÃO MORITZ	56
As instituições financeiras e a taxa de juros — PEDRO FREDERICO CALDAS	76

ATUALIDADES

Inquérito administrativo CVM e recurso de ofício — LUIZ ALFREDO PAULIN	97
Notas sobre a desconsideração da personalidade jurídica: a experiência portuguesa — LUIZ ANTONIO SOARES HENTZ	109
Representação comercial e distribuição comercial — Importância dos traços distintos — JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA	114
Criação e desenvolvimento de uma sociedade de capital — Investimento: as lições do modelo francês — FRANÇOISE MONOD	119

JURISPRUDÊNCIA

As cooperativas e o direito dos cooperados retirantes ao valor atualizado de suas quotas-partes — JORGE EDUARDO PRADA LEVY	122
--	-----

NOTICIÁRIO DO INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO COMERCIAL COMPARADO E BIBLIOTECA TULLIO ASCARELLI	133
---	-----

ÍNDICE ALFABÉTICO REMISSIVO	135
-----------------------------------	-----

CURRICULUM DOS COLABORADORES DESTE NÚMERO

ARNOLDO WALD

Advogado em São Paulo e Paris; Professor Catedrático de Direito Civil da UERJ; Presidente do grupo brasileiro da Association Henri Capitant; Ex-Presidente da Comissão de Valores Mobiliários — CVM; Ex-Membro do Conselho Monetário Nacional.

DURVAL JOSÉ SOLEDADE SANTOS

Advogado; Consultor Jurídico e Superintendente de Operações da BNDES Participações S.A. — BNDESPAR.

FRANÇOISE MONOD

Master of Laws da Universidade de Harvard e advogada em Paris (associada de Sokolow, Dunaud, Mercadier & Carreras).

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA

Advogado no Rio de Janeiro.

JORGE EDUARDO PRADA LEVY

Advogado em São Paulo.

LUIZ ALFREDO PAULIN

Procurador da Fazenda Nacional junto ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional; Doutor em Direito Internacional pela Universidade de São Paulo.

LUIZ ANTONIO SOARES HENTZ

Mestre e Doutor em Direito; Professor de Direito Comercial da UNESP; Juiz de Direito da 9.ª Vara Cível de Ribeirão Preto.

LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

NELSON EIZIRIK

Advogado no Rio de Janeiro. Ex-Diretor da Comissão de Valores Mobiliários — CVM.

PEDRO FREDERICO CALDAS

Advogado em São Paulo.

RENATA BRANDÃO MORITZ

Advogada no Rio de Janeiro.

DISTRIBUIÇÃO SECUNDÁRIA NO BRASIL E NO EXTERIOR DE AÇÕES PERTENCENTES À ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA

LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

Sumário: 1. Preliminares — 2. Exigibilidade e dispensa de licitação — 3. A dispensa de licitação na venda de ações — 4. A oferta no mercado externo, através de ADR — 5. A concessão de deságio no preço de venda.

1. Preliminares

1.1. Empresas públicas ou de economia mista estaduais vêm procurando estruturar ofertas globais de ações no mercado de capital. Essas “ofertas globais” compreendem uma oferta em mercados externos (EUA e Europa), através do mecanismo de ADRs (“*American Depositary Receipt*”), e uma oferta no mercado de balcão local.

1.2. Em ambos os casos, as negociações entre ofertante e ofertados ocorrerão fora do pregão da bolsa, e, portanto, serão concluídas a partir de negociações via telefone entre agentes de colocação do ofertante e os potenciais investidores de mercado. O mercado de oferta via balcão é determinado nos mercados internacionais pela prática e no mercado local pela necessidade de que o preço local seja exatamente igual àquele que seja fixado nos mercados internacionais.

1.3. Para maior precisão, a fixação do preço da oferta resulta da composição ponderada (as alocações no mercado local e internacionais proporcionalmente serão diferentes) das cotações obtidas no Brasil, EUA e Europa. Em termos de mecânica, as cotações locais, européias

e americanas, registradas nos respectivos livros ao longo do período que antecede a oferta, são reunidas pelo coordenador global da oferta em Nova Iorque, que, após as devidas ponderações, cálculos e eventuais realocações, estabelece um único preço de oferta para todos os mercados.

1.4. Este preço pode ser igual, inferior (desconto) ou superior (prêmio) em relação à cotação do mercado local de bolsa. A experiência com papéis semelhantes na América Latina tem mostrado uma tendência de que ocorra desconto na determinação do preço da oferta.

1.5. Em razão do acima exposto e em virtude da natureza pública do ofertante, surgem as seguintes questões:

(i) sendo as empresas públicas ou de economia mista estaduais pessoa jurídica de direito público interno, e, conseqüentemente, sujeito às normas contidas na Lei 8.666/93 para alienação de bens de sua propriedade, consulta-se se o processo de venda aqui descrito atende aos pressupostos da referida lei;

(ii) na eventualidade de ser necessária a concessão de deságio no preço de venda, em relação ao preço de mercado no dia da realização do negócio, tal fato

encontra proibição de algum tipo para sua efetivação?

1.6. A resposta a essas perguntas exige o exame prévio de algumas questões preliminares, relativas ao regime de licitação pública e à legislação de mercado, o que passaremos a fazer nas próximas secções.

2. Exigibilidade e dispensa de licitação

2.1. A palavra "licitação" (do lat. *licitatione*) comporta vários significados, quase todos ligados à idéia central de disputa de lances de preço. No contexto da legislação brasileira, a licitação é encarada como o processo de disputa de lances a que a Administração Pública deve recorrer para a aquisição ou alienação de bens e serviços, como condição de obter o melhor proveito coletivo. Sobre constituir um mecanismo técnico de seleção, a licitação consubstancia, assim, na estruturação do regime jurídico das contratações administrativas, um procedimento prévio indispensável, que recebeu, aliás, expressão consagração no inc. XXI do art. 37 da Constituição Federal de 1988.

2.2. Ao impor a *exigibilidade* do processo de licitação pública como formalidade preparatória imposterável de todos os contratos administrativos, esse dispositivo atendeu a três exigências públicas, também de matriz constitucional: a proteção aos interesses públicos, o respeito ao princípio da isonomia e a obediência aos reclamos de probidade administrativa. Com efeito, ao procurar a oferta mais satisfatória, o processo licitatório atende aos interesses da coletividade, que são sempre os objetivos finais da atividade administrativa (CF art. 3.º, IV); ao assegurar a igualdade de condições a todos os concorrentes, o processo licitatório satisfaz

ao princípio da isonomia previsto, como regra geral, no art. 5.º, inc. I, e, como regra específica, no próprio art. 37, inc. XXI, ambos da Lei Maior; ao determinar a sujeição dos concorrentes aos termos da policitação e à publicidade do certame, a licitação garante a obediência aos reclamos de moralidade administrativa imposta expressamente pelo art. 37, *caput*, da Carta Magna brasileira.

2.3. Esses princípios gerais, a que se soma um elenco de princípios correlatos, oriundo de outros dispositivos constitucionais, foram expressamente agasalhados pelo art. 3.º da Lei 8.666, de 21 de junho de 1993, que "regulamenta o art. 37, inc. XXI, da Constituição Federal, institui normas para licitações e contratos na Administração Pública e dá outras providências". Assim, dispõe o *caput* desse dispositivo que, *verbis*, "a licitação destina-se a garantir a observância do princípio constitucional da isonomia e a selecionar a proposta mais vantajosa para a Administração e será processada e julgada em estrita conformidade com os princípios básicos da legalidade, da impessoalidade, da moralidade, da igualdade, da publicidade, da probidade administrativa, da vinculação ao instrumento convocatório, do julgamento objetivo e dos que lhe são correlatos".¹

2.4. A falta de licitação, ou a ausência de um desses princípios informadores no procedimento licitatório, acarretará, por conseguinte, a invalidade do contrato administrativo por ele gerado. Ou seja, as licitações são procedimentos administrativos, vinculados e prepositivos, de todos os contratos celebrados

⁽¹⁾ Cf. Celso Antônio Bandeira de Mello, *Elementos de Direito Administrativo*, 1.ª ed., 6.ª tiragem, RT, 1987, p. 100 ss.; Adilson Abreu Dallari, *Aspectos Jurídicos da Licitação*, Ed. Juriscredi, 1973, p. 28 ss.

pela Administração, à míngua das quais não logram eles adquirir validade e eficácia universais, perante as partes e terceiros. Mas embora constituam, como regra geral, antecedente necessário e inafastável dos contratos administrativos, os processos de licitação pública não são de exigibilidade absoluta,² posto, que, em certos casos, eles podem ser material e juridicamente inviáveis. Por outro lado, se a obrigatoriedade da licitação responde a esses vetores fundamentais citados — isonomia, probidade e interesse público — é perfeitamente admissível a sua dispensa em determinados casos, em que não se afrontam esses pressupostos fundamentais.

2.5. Com efeito, o direito positivo brasileiro — como o estrangeiro — consagra várias situações de inexigibilidade e de dispensa do processo licitatório. Há *inexigibilidade* quando ocorrem, em casos concretos, circunstâncias especiais, de fato e de direito, as quais, porque inviabilizadoras de competição, afastam peremptoriamente a licitação. A Lei 8.666, de 1993, que disciplina a matéria, cuida de várias hipóteses de inexigibilidade de licitação no seu art. 25, baseadas na exclusividade do fornecedor ou na notória especialização do prestador de serviços, nas singularidades da pessoa contratada ou do bem que se procura obter.³

2.6. Há *dispensa* do processo licitatório quando ocorrem, em casos concretos, circunstâncias especiais, previstas em lei, que facultam a não realização da licitação, que era, em princípio, imprescindível. Também aqui, a Lei 8.666 prevê, em seu art. 24, diversas figuras de dispensa de licitação, ditadas por

razão de conveniência administrativa, seja porque a pequena relevância econômica da contratação não justifica os gastos de uma licitação, seja porque situações excepcionais, como estado de guerra, calamidades ou grave perturbação social, impossibilitam o exercício normal das funções públicas, seja ainda porque a licitação formal, dadas as peculiaridades da pessoa contratada, ou as do objeto que se busca obter, frustraria a própria consecução dos interesses públicos.⁴

2.7. Como se vê, a inexigibilidade da licitação tem um perfil diferente daquele da dispensa. Dispensa-se o procedimento licitatório quando, sendo ele de início exigível, outros valores, em cotejo, recomendam o seu afastamento. Já na inexigibilidade, a licitação é eliminada pela impossibilidade concreta de competição. Na inexigibilidade, ocorre impossibilidade material ou jurídica do certame; na dispensa, ocorre inconveniência administrativa. A supremacia do interesse público — que fundamenta a exigência, como regra geral, da licitação prévia para as contratações administrativas — justifica, também, tanto a aplicação, em certas hipóteses, de procedimentos licitatórios simplificados, como a dispensa do regime formal do processo de licitação pública.

2.8. É claro que a aferição do interesse público, que fundamenta a dispensa de licitação, não fica entregue à discrição de cada agente público, mas depende de expressa previsão legal, ditada sempre por razões de conveniência administrativa. É ao legislador que caberá avaliar as situações em que, embora viável a licitação, numa relação de custos e benefícios, afigura-se obje-

(2) Adilson Abreu Dallari, ob. cit., p. 42.

(3) Lúcia Valle Figueiredo e Sérgio Ferraz, *Dispensa e Inexigibilidade de Licitação*, 2.^a ed., 1992, RT, p. 32 ss.

(4) Marçal Justen Filho, *Comentários à Lei das Licitações e Contratos Administrativos*, 2.^a ed., Aide, 1994, p. 132 ss.

tivamente inconveniente ao interesse público a sua instauração.⁵ Assim, contratações de pequeno vulto não justificam gastos com uma licitação comum. Bens que se sujeitam a processos especiais de negociação, com as ações ou os títulos públicos, não recomendam igualmente a adoção de um processo formal de licitação.

2.9. Advirta-se que, sendo as disposições legais, que estatuem a dispensa de licitação, de direito estrito, a enumeração legal é, conseqüentemente, taxativa, não se admitindo a criação de outros casos por via interpretativa, cabendo ainda dizer que nem sequer lei estadual pode ampliar as hipóteses de dispensa, já que a disciplina da licitação é de competência privativa de lei federal (CF art. 22, inc. XXVII).⁶ Por outro lado, é oportuno registrar que a evolução da legislação brasileira tem revelado tendência de alargar o número de hipóteses de dispensa.⁷

2.10. A conseqüência da dispensa da licitação, nas estritas hipóteses capituladas em lei, é, assim, a eliminação dessa formalidade preparatória como requisito necessário ao processo de formação da vontade contratual da Administração

Pública, a qual poderá promover a *contratação direta*, independentemente de qualquer procedimento prévio. Essa dispensa da licitação não significa, porém, a inaplicação, nas negociações diretas, dos princípios básicos que o regime da licitação administrativa impõe, visto que a atuação administrativa, inclusive por determinação constitucional, sempre “obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade e publicidade” (CF art. 37, *caput*).⁸

2.11. Com efeito, nessas contratações diretas, onde a licitação já não é necessária, continua, obviamente, a prevalecer, com todo o rigor, a exigência de obediência aos princípios jurídicos fundamentais de isonomia, moralidade e de supremacia do interesse público, que conduzem à melhor contratação possível, que deve ser o objetivo central da Administração. O pequeno vulto do contrato, por exemplo, que autoriza a dispensa de licitação (Lei 8.666/93, art. 24, inc. I e II), não justifica que a Administração pague mais do que faria

⁽⁵⁾ Como diz Eros Roberto Grau, embora tratando especificamente da situação de inexigibilidade, “a verificação de determinado caso de inexigibilidade de licitação não é operada no círculo da formulação de um juízo de oportunidade, discricionário, pela Administração, mas sim mediante a formulação, por ela, de um juízo de legalidade” (in “Inexigibilidade de Licitação: Aquisição de bens e serviços que só podem ser fornecidos ou prestados por determinado agente econômico,” *Rev. de Direito Público*, n. 100, p. 37).

⁽⁶⁾ José Afonso da Silva, “Licitações”, in *Rev. de Direito Público*, n. 7, p. 58.

⁽⁷⁾ Carlos Pinto Coelho Motta, *Eficácia nas Licitações e Contratos*, ed. Del Rey, 1994, p. 124.

⁽⁸⁾ “A dispensa não afasta, em princípio, e fatalmente, a incidência do requisito da licitação.” (...) “A licitação existe, em termos de embasamento constitucional, para a realização dos princípios vitoriais, dos princípios fundamentais da Lei das Leis. A Constituição aponta princípios fundamentais, que fazem da licitação a regra, e a contratação direta, a exceção: os princípios da igualdade e da moralidade. É imprescindível licitar, porque não se pode fazer uma discriminação entre iguais...” (...) “Todavia, se a conveniência administrativa in concreto comprovada, aliada ao comprovado interesse público específico, ambos concomitantemente encartáveis em uma das hipóteses do art. 22 do Dec.-Lei 2.300, apontarem excepcionalmente para a preferência à diretriz da contratação direta, a licitação pode ser dispensada, não se pondo em xeque ou em choque, então, os aludidos princípios de isonomia e de moralidade” (in Lúcia Valle Figueiredo e Sérgio Ferraz, ob. cit., p. 38/39).

se contratasse com um terceiro, nem privilegie alguns particulares. Não há como justificar, frente ao tratamento igualitário, à moralidade administrativa e ao interesse público, que a Administração efetive contratação abusiva.

3. A dispensa de licitação na venda de ações

3.1. E aqui chegamos ao tema objeto do primeiro ponto. Na seção relativa às alienações de bens *móveis* da Administração Pública (Seção VI), a Lei 8.666 alinha, no art. 17, inc. II, várias hipóteses de dispensa de licitação, incluindo, na alínea “c”, a venda de ações, nos seguintes termos:

“Art. 17. A alienação de bens da Administração Pública, subordinada à existência de interesse público devidamente justificado, será precedida de avaliação e obedecerá às seguintes normas: (...)

II — quando móveis, dependerá de avaliação prévia e de licitação, dispensada esta nos seguintes casos: (...)

c) venda de ações, que poderão ser negociadas em bolsa, observada a legislação específica; (...)”

3.2. Seis são as figuras de dispensa de licitação para alienação de bens móveis da Administração, previstas no dispositivo acima reproduzido: a) doação de bens para fins e uso de interesse social; b) permuta de bens entre entidades públicas; c) venda de ações da Administração; d) venda de títulos públicos; e) comercialização de bens produzidos por entidades da Administração Indireta; e f) alienações de materiais e equipamentos entre entidades da Administração Pública. Em todas essas hipóteses, a dispensa da licitação conduz à “contratação direta”, independentemente de qualquer outra formalidade preparatória. Salvo as exigências de “interesse público devidamente justi-

ficado” e de “avaliação prévia”, as alienações acima elencadas se formalizariam através de transações de direito comum.

3.3. Assim, no caso de alienação de ações pertencentes às entidades de Direito Público, a lei dispensa a licitação, permitindo a negociação direta, independentemente de qualquer outra condição, com a ressalva, porém, de que seja “observada a legislação específica”. Ora, a legislação específica, depois de distinguir as ações de companhias abertas das fechadas, “conforme os valores de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em bolsas ou no mercado de balcão” (Lei 6.404/76, art. 4.º; Lei 6.385/76, art. 22), estabelece a regra de que: (a) a venda de ações de companhia fechada — que não podem ser negociadas em bolsas, nem em mercado de balcão, porque essas companhias não estão devidamente registradas na CVM (Lei 6.385, art. 21, § 1.º) — deverá ser realizada diretamente pela Administração através de “negociação privada” (tal como definida pela Deliberação CVM 20, de 15.2.85); e (b) a venda de ações de companhias abertas, detidas pela Administração Pública, poderá, *facultativamente*, ser realizada ou diretamente, através de negociação privada, ou através do mercado de bolsa ou de balcão.

3.4. A venda de ações de companhias abertas, de propriedade da Administração, passará, no entanto, a ser *obrigatoriamente* negociada em bolsa ou em balcão, em “situações que configurarem distribuições secundárias, sujeitas a prévio registro na CVM”, tais como “a venda de ações ordinárias ou preferenciais que correspondam a mais de 5% de ações da mesma espécie ou classe em circulação no mercado”, ou simplesmente quando correspondam a “qualquer quantidade de ações, quando tra-

duzam esforço de venda superior ao normal ao intermediado nesse mercado secundário" (Instrução CVM 88, de 3 de novembro de 1988, arts. 1.º e 2.º, incs. I e IV).

3.5. Essas hipóteses de venda, que envolvem alienação significativa de ações, na medida em que "asseguram acesso ao público investidor e objetivem maior dispersão acionária" deverão, por lei, ser *obrigatoriamente* realizadas "pelo sistema de distribuição no mercado de capitais, inclusive no mercado de balcão" (Instrução CVM 88/88, art. 8.º).

3.6. Ora, é dentro do contexto dessa legislação de mercado que deve ser interpretada a dicção do art. 17 da Lei de Licitação, acima reproduzido, que dispõe que, dispensada a licitação na venda das ações de propriedade da Administração, estas "poderão ser negociadas em bolsa". A venda dessas ações em bolsa é, assim, prevista, como uma faculdade, não como uma imperiosa determinação legal,⁹ dependendo evidentemente de sua caracterização como ações de companhias abertas, já que às ações de companhias fechadas é vedado o acesso ao sistema de distribuição no mercado de capitais (cf. Instrução CVM 60, de 14.1.87, art. 1.º). Em suma, a venda em bolsa ou no balcão de ações representativas de companhias abertas é facultativa, a não ser que a operação

cogitada se enquadre nas hipóteses de vendas "que envolvam quantidade significativa" de valores mobiliários, quando, então, conforme manda a Instrução 88/88 da agência reguladora, deverão elas ser negociadas obrigatoriamente através do sistema de distribuição, *sem, contudo, impor que essa negociação se opere exclusivamente em bolsa*.

3.7. Anteriormente a essa Instrução, em 14 de julho de 1988, e ainda no império do revogado Dec.-lei 2.300, de 1986, que tratava do estatuto das licitações públicas, a Comissão de Valores Mobiliários deu a público a Deliberação CVM 66, que veio dispor sobre a alienação de ações "de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público". Nessa Deliberação, o Colegiado da CVM *recomendava*: (a) que a venda das ações representativas do capital de companhia aberta, com registro para negociação em bolsa, fosse realizada "mediante leilão no recinto das bolsas de valores"; e (b) que a venda das ações representativas do capital de companhia fechada, ou de companhia aberta com registro para negociação no mercado de balcão, fosse realizada também "através de leilão especial, sem interferência de vendedores".

3.8. Tratava-se, porém, como dizia a própria Deliberação, de uma "recomendação", para que se utilizasse na contratação direta de ações de companhia fechada, ou na negociação de ações de companhia aberta, realizada no mercado bolsístico e de balcão, procedimentos de natureza licitatória, sem, no entanto, consubstanciar propriamente uma obrigação legal. Recomendações desse naipe são aliás muito freqüentes em certos pronunciamentos da CVM,¹⁰

⁽⁹⁾ A Lei Estadual 10.395, de 17 de dezembro de 1970, relativa às contratações e licitações da Administração centralizada e autárquica do Estado de São Paulo, previa a dispensa de licitação no caso de alienação "ações, sempre vendidas em bolsa" (art. 18, II, "c"). Na Lei federal 8.666, a dispensa da licitação no caso de ações, ao contrário da lei estadual, tem outra redação, estabelecendo mera faculdade, "observada a legislação específica" (cf. Antônio Marcello da Silva, *Contratações Administrativas*, RT, 1971, p. 50).

⁽¹⁰⁾ "A CVM em várias ocasiões ressaltou o aspecto "didático" de certas normas da Lei

e, na espécie, só viriam a adquirir caráter de cogência, e no que tange exclusivamente à distribuição secundária através do mercado de bolsa, a partir da Instrução CVM 88, supramencionada, de novembro de 1988, que impôs o sistema de "leilão especial" nesse tipo de negociação, sem estendê-lo, porém, às distribuições no mercado de balcão, visto ser procedimento incompatível com esse tipo de mercado (art. 10).¹¹

3.9. Cumpre ainda frisar que essas disposições aplicam-se a todas às companhias abertas, que se encontram nas situações referidas. Em nenhum momento, aliás, a lei das sociedades anônimas ou a Lei 6.385 estabeleceram um regime diferenciado para a negociação de ações pertencentes a órgãos públicos. A única previsão legal existente diz respeito à venda de ações de sociedades de economia mista, pertencentes à União Federal, as quais, de fato, dispõem de um regime próprio, instituído pelos arts. 60 e 61 da Lei 4.728, de 1965, que impõem sejam elas negociadas "através do sistema de distribuição no mercado

de capitais", aí também sem privilegiar o mercado de bolsa.¹²

3.10. A recomendação da Deliberação CVM 66/88, no sentido de que a venda das ações pertencentes à Administração Pública se fizesse através de leilão especial, seja nos casos de ações de companhia fechada ou aberta, com registro no mercado de bolsa ou de balcão, era motivada, segundo explica nos seus *consideranda*, pelo fato de que a alienação dos bens da Administração deve orientar-se no sentido do interesse público e em obediência aos princípios da moralidade, da publicidade e da plena transparência. Ora, ao admitir a dispensa do regime formal da licitação, para a alienação de ações, a Lei de Licitação não a afasta, por certo, dos princípios vetoriais do instituto, posto que os vê preservados mesmo quando ausente o procedimento prévio licitatório, fato devidamente apreciado pelo legislador quando admitiu a exceção.

3.11. Por outro lado, em nenhuma das hipóteses do seu art. 17, a Lei 8.666 condiciona a dispensa da licitação a procedimentos alternativos, porventura previstos em legislação específica, que possuam também natureza licitatória, e que lhe assegurariam, por essa razão, idêntico respeito aos princípios que norteiam a licitação pública. A observância dos princípios da legalidade, moralidade, impessoalidade e publicidade continua a ser permanente e obrigatória em todos os casos em que a licitação é dispensada, na medida em

das S.A. ou mesmo dos regulamentos administrativos, mencionando o caráter de 'recomendação' que estaria contido em alguns de seus atos normativos" (Nelson Eizirik, "As Lições do Caso Vale", in *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 6, n. 16, 1980, p. 20.

(11) Ou talvez se possa dizer que toda oferta pública, via bolsa ou mercado de balcão, já reveste, por si só, natureza licitatória, como se pronunciou o E. Tribunal Federal de Recursos. De fato, o TFR, em decisão de sua 2.ª Turma, já se pronunciou no sentido de que a oferta pública "é procedimento licitatório, onde as normas obrigam a todos, desde quando prevalecentes (AMS 98.060, Relator Min. William Patterson, cit. por Arnaldo Wald, "in" "A oferta pública e a uniformidade de tratamento dos acionistas", publicado na *Revista da CVM*, 1/71-74, jan. 1983.

(12) Arnaldo Wald mostra que a Lei 4.728/65, como lei especial, criou um regime próprio para a venda de ações de sociedade de economia mista, não revogado pela legislação geral posterior (Lei 6.404/76 e 6.385/76) in "Do regime legal da venda de ações de sociedades de economia mista pertencentes à União Federal", *Revista de Direito Mercantil*, n. 39, p. 23 ss.

que eles constituem os fundamentos da validade de toda e qualquer ação administrativa.¹³ O leilão especial, imposto pela legislação de mercado para o processo de distribuição secundária através da bolsa, nada tem a ver, pois, com o leilão previsto como modalidade de licitação pública na Lei 8.666, de 1993, em seus arts. 22, alínea V, e 53, do qual a venda de ações da Administração Pública está, repita-se, expressamente dispensada.

3.12. Nessas condições, podemos afirmar, em conclusão, que, dispensada de licitação pela Lei 8.666/93, nada obriga a que a venda pública das ações representativas do capital de empresas públicas ou de economia mista estaduais, deva necessariamente ser realizada através de pregão em bolsa, mediante leilão especial. Registrada, como está, na CVM, para a negociação de seus valores em bolsa, a oferta pública das ações preferenciais da companhia, de que ora se cogita, poderá perfeitamente ser realizada fora dos recintos das bolsas, no mercado de balcão, através das entidades que compõem o sistema de distribuição dos valores mobiliários, sem o recurso a qualquer procedimento licitatório alternativo. Basta que, na forma da lei, sejam obtidos previamente o registro e a autorização da CVM, que legitimam o desencadeamento dessa operação no mercado secundário de balcão (Lei 6.385, art. 21, § 3.º; Instrução CVM 88, arts. 2.º, *caput*, e 8.º).

4. A oferta no mercado externo, através de ADR

4.1. Cumpre, ainda, tocar em outro ponto. Ocorre que, tal como está exposto no preâmbulo deste, cogita-se, na

espécie, da realização de uma operação de distribuição, global e simultânea, de ações, compreendendo tanto uma oferta no mercado de balcão local, quanto uma oferta em mercados externos (EUA e Europa), através do mecanismo dos ADR (*"American Depositary Receipts"*), emitidos com base na Regra 144A da *"Securities and Exchange Commission"* (CVM), dos Estados Unidos.

4.2. O ADR, como se sabe, é um certificado negociável de depósito, representativo de um certo número de ações de empresa aberta, não sediada nos Estados Unidos, que são depositadas em instituição financeira norte-americana, a fim de que possam ser negociadas, por via indireta, no mercado americano, mediante essa incorporação em papéis que propiciam uma "americanização", digamos assim, dos títulos estrangeiros. Assim, o titular do ADR tanto poderá vender o certificado, no mercado norte-americano ou internacional, como, se preferir, receber os títulos originais depositados, e negociá-los no mercado nacional respectivo.¹⁴

4.3. Os ADR surgiram, pela primeira vez, em 1927,¹⁵ mas foi tão-somente em

⁽¹⁴⁾ Cf. Arnoldo Wald, "Da constitucionalidade e licitude da emissão de ADR de ações preferenciais de instituição financeira brasileira", in *Rev. de Direito Mercantil*, n. 92, p. 7 ss.

⁽¹⁵⁾ "...the Guaranty Trust Company of New York (now merged into the Morgan Guaranty Trust Co. of N.Y.), in cooperation with a number of leading brokerage firms in New York and abroad and with several stock exchanges, devised in 1927 an American Depositary Receipt (ADR). This instrument is a negotiable receipt, registered in the owner's name, for a stated number of shares of a foreign corporation issued by the trust departments of the large New York City commercial banks..." (Jules I. Bogen, *Financial Handbook*, N. York, 4.ª ed., 1964, p. 3/29).

⁽¹³⁾ Hely Lopes Meirelles, *Direito Administrativo Brasileiro*, 15.ª ed., 1990, p. 77.

1955 que assumiram um papel relevante no mercado, quando a “*Securities and Exchange Commission*” (SEC), a agência reguladora do mercado de capitais norte-americano, os disciplinou, baixando a regulamentação denominada *Form S-12*. As vantagens dos ADR sobre os títulos estrangeiros, por eles representados, para efeito desse acesso ao mercado norte-americano, decorrem do fato de que eles são emitidos na moeda norte-americana e são regidos pelas leis dos EUA. Para as empresas estrangeiras, as vantagens desses certificados defluem do fato de que os mesmos lhes permitem o acesso ao mercado norte-americano, sem que as suas ações fiquem submetidas às formalidades dos registros na CVM, ou as companhias ao sistema de informação permanente (“*integrated disclosure system*”), imposto pelas leis norte-americanas de mercado.

4.4. Esses certificados adquiriram sua forma atual com a adoção pela SEC da chamada *Rule 144A*, de 23 de abril de 1990, dando nascimento às chamadas “*Rule 144A American Depositary Shares*” (“*Rule 144A ADSs*”), incorporáveis nos certificados denominados “*Rule 144A American Depositary Receipts*” (“*Rule 144A ADRs*”).¹⁶ Dita regra tem por fim propiciar uma exceção à secção 5 da Lei de Títulos, de 1933, que requer o registro da companhia e da distribuição na SEC, assim como às exigências de informação integrada da Lei de Títulos de 1933 e da Lei de

Títulos e Bolsa de 1934 admitindo, destarte, uma colocação privada (*private placement*) peculiar, em que as ações estrangeiras são negociadas com um limitado número de compradores e investidores institucionais, elencados no diploma citado como “*qualified institutional buyers* (QIB)”.

4.5. São qualificados como QIB, ou seja, compradores institucionais ou investidores profissionais dessas ações (ações essas objeto de depósitos ADR, e isentas dos registros impostos pela legislação, nos termos do parágrafo 4(2) da Lei de 1933 e da Regulation D, razão pela qual são denominadas “*restricted securities*”), são qualificadas como QIB, repita-se, justamente as instituições que compõem o sistema de distribuição de valores no mercado, conforme se observa da lista constante da secção(a), (i) a (iii), da mencionada “*Rule 144A*”.¹⁷

4.6. Daí a natureza singular de distribuição *quase-pública* dessa colocação privada de ações, como é expressamente insinuada no “*prefatory release*” (Sec. Act Rel. 6862) e no item 7 das “*preliminary notes*” da Regra 144A, constituindo o mercado correspondente — o chamado “*Rule 144A market*” — um primeiro passo no sentido da oferta pública.¹⁸

⁽¹⁶⁾ A *Rule 144A (Private Resales of Securities to Institutions)* foi originalmente proposta através do *Securities Act Release N. 6806*, 42 SEC Docket (CCH) 76, em 25 de outubro de 1988; reproposta através do *Securities Act Release N. 6839*, 43 SEC Docket (CCH) 2027, em 11 de julho de 1989, e adotada mediante o *Securities Act Release N. 6862*, 46 SEC Docket (CCH) 26, de 23 de abril de 1990, e codificada no 17 C.F.R. par. 230.144A (1991).

⁽¹⁷⁾ Há uma tendência a ampliar o número desses QIBs, como aliás há uma tendência de ampliar esse “*private placement market*”. Nos Estados Unidos, essas colocações privadas aumentaram de \$18 bilhões de dólares em 1981 para \$139 bilhões em 1987 e \$202 bilhões em 1988 (cf. “SEC Rule 144A: The Rule Heard Round the Globe — or the Sounds of Silence?” in *The Business Lawyer*, v. 47, Nov. 1991, p. 333 ss).

⁽¹⁸⁾ “However, it is clear from the language in the prefatory release and the Preliminary Note 7 to the Rule that, in combination with either Regulation D or par. 4(2), the

4.7. Ora, essa distribuição secundária fora de bolsa, com investidores e intermediários profissionais, se aproxima muito da distribuição secundária de balcão. Ademais, a adoção, para a negociação e cotação desses certificados, do sistema "PORTAL" (acróstico de "Private Offerings Resale and Trading through Automated Linkages"), como mercado computadorizado fora de bolsa, instituído em 15 de junho de 1990 pela NASD ("National Association of Securities Dealers"), encarregada da regulação do mercado de balcão, aproxima ainda mais essa distribuição no mercado de ADR da oferta implementada através do mercado de balcão. É uma forma engenhosa de introduzir as ações estrangeiras no mercado norte-americano, sem autorizar que as mesmas funcionem como expediente hábil para levantar recursos oriundos da poupança pública, visto que só os QIBs podem participar do "PORTAL".¹⁹

4.8. Ora, tudo isso nos habilita a concluir que a operação global de ações de empresas públicas ou de uma mista, fora de bolsa, através do mecanismo simultâneo de ADRs e do mercado de balcão local, atende a todos os pressupostos tanto da Lei 8.666/93, quanto da legislação específica de mercado, a que a lei de licitação referida se reporta, não havendo a obrigatoriedade de que essa distribuição se faça através de leilão especial da bolsa.

Rule 144A market is open to initial public offerings, assuming the first sale is to an underwriter" (Joseph W. Bartlett, *Venture Capital, 1993 Cumulative Supplement*, John Wiley & Sons, Inc, New York, p. 91).

(19) Cf. Kulkosky, *New Market in NASD's Window of Opportunity*, Dealers' Dig. Inc., set. 1990, p. 8: "Absent an automated market such as the PORTAL system, the private placement market is "disjointed and manual, with transactions often negotiated over the telephone or face-to-face (nota 97).

5. A concessão de deságio no preço de venda

5.1. E aqui passamos ao último ponto: na eventualidade de ser necessária a concessão de deságio no preço de venda, em relação ao preço de mercado local no dia da realização do negócio, tal fato encontraria proibição de algum tipo para sua efetivação? A resposta a essa pergunta recomenda que voltemos a examinar a operação, já descrita na consulta.

5.2. Como está imaginado, a oferta global, compreende uma oferta em mercados externos (EUA e Europa) e uma oferta local, via ADR e balcão, orientadas ambas pela necessidade de o preço local ser exatamente igual àquele que vier a ser fixado nos mercados internacionais. Nesses mercados externos, as ADS, representando, cada uma, várias ações das empresas, corporificadas em certificados ADR, serão oferecidas, nos EUA, através de adquirentes iniciais, e na Europa através de gerentes internacionais, a compradores institucionais (QIBs) e a um limitado número de investidores institucionais. A esses investidores iniciais e intermediários, é assegurada uma opção de compra de títulos suplementares.

5.3. Em princípio, o preço inicial da oferta será determinado, com base na cotação das ações na Bolsa de Valores brasileiras, levando, porém, em conta fatores do mercado no Brasil e no exterior, assim como outras condições. Tendo em vista que as ADS representam várias ações das empresas brasileiras, o preço a prevalecer na oferta local corresponderá uma cifra, em reais, equivalente a um-duzentos e sessenta avos do preço a vigor na oferta de ADS. Para maior precisão, a fixação do preço da oferta global resultará da composição ponderada das cotações obtidas no Brasil,

EUA e Europa, entendido sempre que as alocações nos mercados local e internacionais serão diferentes.

5.4. Em termos de mecânica, a determinação desse preço será feita do seguinte modo: ao longo do período que antecede a oferta, as cotações locais, européias e americanas serão registradas e reunidas pelo coordenador global da oferta combinada em Nova Iorque que, após as devidas ponderações, cálculos e eventuais realocações, estabelecerá um único preço de oferta para todos os mercados. Esse preço poderá ser igual, inferior ou superior em relação à cotação do mercado de bolsa.

5.5. Na eventualidade de ser necessária a concessão de “deságio” no preço de venda, em relação ao preço de mercado no dia da realização do negócio, tal fato não encontrará proibição de nenhuma espécie para sua efetivação, na legislação brasileira. Com efeito, o preço de mercado reflete sempre o jogo da oferta e da procura, e a distribuição de um volume significativo de ações através dos intermediários do sistema sempre pode gerar uma redução na determinação do preço de oferta.

5.6. Como se sabe, as distribuições secundárias através do mercado de balcão, “que tenham por objeto valores mobiliários admitidos à negociação em bolsas de valores”, são disciplinadas pela Instrução CVM 88, de 1988, já tantas vezes citada (art. 8.º).²⁰ Para efeito do pedido de registro dessas distribuições no mercado de balcão, a ser requerida à CVM, determina essa Instru-

ção que o mesmo venha instruído, entre outros documentos, com uma minuta do “anúncio” do início da distribuição (art. 10, “a”), que necessariamente deverá conter o valor dos títulos a serem oferecidos e o “preço inicial de venda” dos mesmos (Anexo II, inc. 4.1 e 4.2).²¹

5.7. Contudo, nenhuma disposição existe estabelecendo que esse preço não possa ser inferior ou superior ao preço de cotação no mercado local de bolsa. Na verdade, a experiência tem demonstrado de que, via de regra, é estabelecido um desconto na determinação do preço inicial de oferta, visto que, envolvendo um volume de papéis sensivelmente superior à demanda normal negociada nos pregões da bolsa, o preço de oferta tende a ser inferior ao de cotação, que reflete o fluxo normal de negociações.

5.8. Aliás, na própria Instrução CVM 88, ao tratar da questão da distribuição de ações emitidas por “companhias fechadas”, que pertençam a acionista controlador ou a pessoas a ele equiparadas, e que serão distribuídas ao público através do mercado de balcão, são previstas expressamente as hipóteses de deságios e prêmios, até “posteriormente ao pedido de registro” (art. 2.º, II, combinado com o art. 10, III, “g”). Por que não seria possível estabelecê-las na

(21) Por outro lado, a Instrução CVM 42, de 28.2.85, estabelece que as operações no mercado secundário de balcão com ações admitidas em bolsa obrigam as sociedades que integraram o sistema de distribuição a manterem arquivadas, à disposição da CVM, informações a respeito do “preço de compra e/ou venda” (art. 2.º, V), ocorrido, devendo remeter, outrossim, à CVM, semanalmente, demonstrativo consolidado das negociações realizadas nesse mercado, especificando “preços mínimos e máximos” (art. 3.º, *caput*).

(20) É prevista a negociação fora de bolsas de valores mobiliários nelas admitidas quando “destinadas à distribuição pública” e “quando relativas a negociações privadas” (Resolução n. 1.656, de 26 de outubro de 1989, art. 36, incs. II e III).

distribuição de ações de companhias já admitidas em bolsa?

5.9. De resto, na disciplina dos procedimentos especiais de negociação em bolsa para as operações que representem quantidades de ações superiores à média diária negociada nos seus pregões (as chamadas "*blocktrades*"), a Instrução CVM 168, de 23 de dezembro de 1991, expressamente prevê a possibilidade de a fixação do preço-base do leilão se concentrar numa cifra inferior às últimas cotações, tomando por base cotações-médias (art. 8.º, § 1.º, alínea II), o que legitimaria plenamente se adotassem parâmetros análogos na distribuição secundária de balcão.

5.10. Na verdade, a fixação de um preço inferior aos de cotação em bolsa só seria ilegítimo caso viesse a configurar preço "criado em condições artificiais", "manipulação de preço" ou "uso de práticas não-equitativas", que são

condutas repelidas pela legislação de mercado (Lei 6.385, de 1976, arts. 4.º, V e VIII e 18, II, "b"). Mas essas figuras só ocorrem quando comprovadamente se constata a existência de dolo e simulação na determinação do preço da oferta (cf. Instrução CVM 8, de 8 de outubro de 1979). No caso, a fixação do preço inicial da oferta, aliás com base no preço de cotação, resultará de uma prévia e atenta consulta ao mercado externo, feita pelos membros do consórcio de distribuição e registradas pelo coordenador.

5.11. Essa mecânica nos autoriza, assim, a concluir que, na eventualidade de ser necessária a concessão de deságio no preço de venda, em relação ao preço de cotação bursátil no dia da realização do negócio, tal fato será perfeitamente legítimo, já que não encontra proibição de tipo algum na legislação para sua efetivação, nem vem tisdada por conduta maliciosa.

A TEORIA DOS GRUPOS DE SOCIEDADES E A COMPETÊNCIA DO JUÍZO ARBITRAL

ARNOLDO WALD

1. A partir da década de 80, alguns julgados proferidos por árbitros da Câmara de Comércio Internacional (CCI) admitiram, com caráter excepcional, a extensão da competência do Juízo Arbitral a empresas que não tinham assinado a cláusula compromissória. Justificaram a sua decisão pelo fato das mesmas se identificarem com uma das partes, pertencendo ao mesmo grupo societário e tendo participado, de uma ou outra forma, na negociação, execução ou rescisão do negócio jurídico, que ensejou o conflito de interesses, provocando, assim, a sujeição da pendência aos árbitros.

2. Essa jurisprudência pode parecer estranha, em virtude da natureza essencialmente contratual da sujeição das partes aos árbitros e do caráter excepcional da competência dos mesmos, em relação à Justiça comum.

3. Ocorre, todavia, que as partes, ao se sujeitarem aos árbitros da CCI, aceitam, presumidamente, e até aderem ao regulamento da mesma ("ICC Rules") que dá competência aos árbitros para decidirem se são ou não competentes, em cada caso, e que permite que os mesmos possam interpretar construtivamente as cláusulas contratuais de acordo com os *usos comerciais relevantes* (art. 13, 5).

4. Entre os *usos comerciais relevantes*, a doutrina e a jurisprudência têm

incluído, sob a influência do direito anglo-saxão e de vários autores germânicos, a chamada teoria da *desconsideração*, em virtude da qual o magistrado pode, em determinados casos excepcionais, especialmente havendo fraude, desprezar ou relegar a um nível secundário a existência de uma pessoa jurídica, para identificar o seu controlador, levantando o véu (*piercing the veil*) ou afastando o biombo protetor de quem detém o controle, chamando-o ao feito e responsabilizando-o simultaneamente com a empresa controlada.

5. A teoria da desconsideração tem sido adotada no Direito Inglês, desde o caso Salomon, ainda no século passado, e ensejou uma ampla jurisprudência, em matéria de responsabilidade societária, nos Estados Unidos e em outros países, tendo sido objeto de alguns julgados e de importantes obras doutrinárias em nosso país, a partir dos trabalhos dos eminentes professores Rubens Requião, Lamartine de Oliveira e Fábio Konder Comparato, este em tese com a qual concorreu à cátedra de direito comercial da Faculdade de Direito da USP, em memorável concurso, no qual tivemos o ensejo e o prazer de examiná-lo.¹

⁽¹⁾ Rubens Requião, *Abuso de Direito e Fraude através da Personalidade Jurídica*, in RT, 401/12; Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, tese, São Paulo, 1975 e J. Lamartine Correa de Oliveira, *A dupla crise da Pessoa Jurídica*, São Paulo, Saraiva, 1979.

6. Mais recentemente, o legislador brasileiro, após ter tratado da teoria dos grupos, na legislação societária em 1976, consagrou a teoria da desconsideração na legislação de proteção ao consumidor, que também foi objeto de estudos específicos na bibliografia brasileira.²

7. Na jurisprudência arbitral, algumas poucas decisões ampliaram, ou interpretaram extensivamente, a competência dos árbitros, num primeiro caso, a pedido de algumas das partes, que embora não tivessem subscrito a cláusula compromissória, tinham participado, em nome próprio, do conjunto de operações que ensejaram a pendência submetida ao Juízo Arbitral, de tal modo que, em certo sentido, não poderia haver solução para o litígio sem que todos os interessados dele participassem, numa situação que envolveria uma forma de litisconsórcio necessário.

8. Entendeu-se, no mencionado caso, que a extensão da competência decorria da existência de dois pré-requisitos: a) um grupo societário funcionando como verdadeiro sistema integrado e b) a

conduta das empresas, que participavam do mesmo, mas não tinham firmado o documento contendo a cláusula compromissória, comportamento que demonstrava, pelas atitudes tomadas em relação ao contrato ensejador do litígio, a adesão efetiva, embora tácita, dos terceiros (empresas do mesmo grupo) à vontade de sua coligada ou controlada de sujeitar-se à arbitragem.

9. A interpretação, dada pelos árbitros, à vontade das partes não aderentes, se baseou, na arbitragem proferida no caso Dow Chemical v. Isover Saint Gobain, que data de 23.9.82, no fato da "holding" norte-americana ter controle absoluto de suas subsidiárias (que firmaram a cláusula compromissória), no tocante à realização, execução e rescisão do contrato firmado com a Saint-Gobain. Entenderam os três árbitros, professores Berthold Goldman, Michel Vasseur e Pieter Sanders (os dois primeiros franceses e o último holandês, exercendo a presidência do Juízo Arbitral) que as várias empresas do Grupo Dow constituíam, no caso, um verdadeira unidade econômica, agindo nas relações contratuais com a outra parte, como se todas elas participassem do contrato e, conseqüentemente, estivessem vinculadas à cláusula compromissória.

10. Na ocasião, baseando-se no Regulamento da CCI, concluíram os árbitros que a lei escolhida pelas partes, para dirimir o conflito, não se aplicava no tocante à interpretação da competência dos árbitros em decorrência da cláusula compromissória, matéria que devia ser interpretada livremente, pelos árbitros, aos quais cabia "tomar toda e qualquer decisão sobre a sua própria competência" (art. 8.º, inc. 3.º do Regulamento da CCI de 1975), independentemente do que pudesse dispor a lei estatal aplicável ao litígio (que só incide em relação ao mérito da discussão).

(2) Luciano Amaro, *Desconsideração da Pessoa Jurídica no Código de Defesa do Consumidor*, Revista de Direito do Consumidor, São Paulo, n. 5, p. 162-82, jan./mar. 1993. Alberton Genacéia da Silva, *A Desconsideração da Pessoa Jurídica no Código de Defesa do Consumidor*, aspectos processuais. Ajuris, Porto Alegre, n. 54, p. 146-179, mar. 1992. Rafael Sztajn, *Desconsideração da Personalidade Jurídica*, Revista de Direito do Consumidor, São Paulo, n. 2, p. 67-75, 1991. Simone Gomes Rodrigues, *Desconsideração da Personalidade Jurídica no Código de Defesa do Consumidor*, Revista de Direito do Consumidor, São Paulo, n. 11, p. 7-20, jul./set. 1994. Domingos Afonso Kriger Filho, *Aspectos da Desconsideração da Personalidade Societária na Lei do Consumidor*, Revista de Direito do Consumidor, n. 13, 78/86, jan./mar. 1995.

11. Assim, a interpretação da cláusula compromissória passou a ser definida pela *Lex Mercatoria* — e não pela lei escolhida pelas partes — não devendo, todavia, conflitar com a ordem pública internacional do país no qual deverá ser aplicada a decisão arbitral, a fim de se garantir a boa execução da sentença dos árbitros no lugar em que deve produzir os seus efeitos.

12. No caso, decidiram os árbitros, por unanimidade, a requerimento das empresas não signatárias da cláusula compromissória, que elas podiam — e até deviam — ser partes na arbitragem, por terem participado, em nome próprio, de todas as fases contratuais, a partir de sua negociação, durante sua execução e, até, no momento de sua rescisão, tanto mais que não se opunham à sua sujeição ao juízo arbitral e que a sua presença era condição de eficácia da decisão a ser proferida.

13. Adotou, finalmente, para este fim, o Juízo Arbitral, a chamada *teoria dos grupos societários*, invocando alguns precedentes e rejeitando outros, em sentido contrário, que não considerou análogos, para concluir que:

“Considerant qu’il n’est ni contestable, ni contesté, que Dow Chemical Company (USA) possède et exerce le contrôle absolu de ses filiales qui ont soit signé les contrats en cause, soit, comme Dow France, effectivement et personnellement participé à leur exécution et leur résiliation:

Considerant qu’un groupe de sociétés possède, en dépit de la personnalité juridique distincte appartenant à chacune de celle-ci, une réalité économique unique dont le Tribunal arbitral doit tenir compte lorsqu’il statue sur sa propre compétence, en application de l’article 13 (version de 1955) ou de l’article 8 (version de 1975) du Règlement de la CCI;

Considerant, en particulier, *que la clause compromissoire expressément acceptée par certaines des sociétés du groupe, doit lier les autres sociétés qui par le rôle qu’elles ont joué dans la conclusion, l’exécution ou la résiliation des contrats contenant les dites clauses, apparaissent selon la commune volonté de toutes les parties à la procédure, comme ayant été de véritables parties à ces contrats, ou comme étant concernées, au premier chef, par ceux-ci et par les litiges qui en peuvent découler;*

Considerant que c’est en ce sens que se sont déjà prononcés des tribunaux arbitraux institués dans le cadre de la CCI (v. sentences dans L’affaire n. 2.375 de 1975, Clunet, 1.976.973; et dans l’affaire 1434 de 1975, Clunet 1.976.97); que les décisions de ces tribunaux forment progressivement une jurisprudence dont il échet de tenir compte, car elle déduit les conséquences de la réalité économique et est conforme aux besoins du commerce international, auxquels doivent répondre les règles spécifiques, elles-mêmes progressivement élaborées, de l’arbitrage international;

Considerant, certes, que dans une autre sentence (aff. n. 213 de 1974, Clunet 1975.934) le Tribunal arbitral a écarté l’extension de la clause compromissoire de l’une des sociétés d’un groupe à une autre mais s’est fondé, à cet effet, sur ce ‘qu’il n’était nullement établi que la société X’ (au sujet de laquelle le tribunal avait constaté qu’elle n’était ni signataire ni partie au contrat) ‘aurait accepté la clause compromissoire si elle avait signé le contrat elle même’;

Considerant que cette preuve n’étant pas rapportée, le tribunal n’a pas admis l’application de la clause compromissoire, mais que *dans la présente espèce, les circonstances et les documents précédemment analysés montrent que cette application est conforme à la commune volonté des parties.*

Qu'il n'est pas sans intérêt de rappeler que c'est dans le même sens que s'est récemment prononcé un Tribunal arbitral américain se référant à des décisions étatiques américaines, en observant *'qu'il n'est ni raisonnable ni pratique d'exclure (de la compétence des arbitres) des demandes de sociétés qui ont un intérêt dans l'affaire et sont membres de la même famille de sociétés'* (Society of Maritime Arbitrators, Inc. New York, Partial Final Award n. 1.510, 38 nov. 1980, Yearbook Commercial arbitration, VII (1982), American awards, p. 151).³

14. A Corte de Apelação de Paris, em acórdão de 21.10.83, rejeitou recurso de anulação contra a decisão supramencionada, adotando os fundamentos da mesma e concluindo que a lei nacional escolhida pelas partes para a solução de litígios não se aplicava na interpretação da cláusula compromissória, no tocante à incidência que poderia ter sobre determinadas sociedades do mesmo grupo, que tinham efetivamente participado do negócio, embora não tivessem aderido explicitamente ao compromisso.

15. Nos seus *considerandos*, a Corte firmou os seguintes princípios:

"Considérant que, par l'effet de la clause compromissoire ci-dessus rappelée, les parties aux contrats de distribution de 1965 et 1968 se sont soumises aux dispositions du Règlement de conciliation et d'arbitrage de la CCI;

Considérant qu'il résulte de la combinaison des articles 8, 11 et 13 in fine de ce Règlement que, pour statuer sur sa compétence, l'arbitre doit notamment tenir compte de la volonté

exprimée sur ce point par les parties et des usages du commerce;

Considérant qu'avec raison, les arbitres ont observé en la cause que la loi applicable pour la détermination de la portée et des effets de la clause compromissoire instituant un arbitrage international ne se confondait pas nécessairement avec le droit applicable au fond du litige;

Considérant que par une interprétation souveraine des conventions susvisées et des documents échangés lors de leur négociation et de leur résiliation, les arbitres ont jugé, au terme d'une motivation pertinente et exempte de contradiction, que, suivant la volonté commune de toutes les sociétés intéressées les sociétés Dow Chemical France et Dow Chemical Company avaient été parties à ces conventions bien que ne les ayant pas matériellement signées, et que la clause compromissoire leur était dès lors applicable;

Qu'ils ont aussi fait accessoirement appel à la notion de 'groupe de sociétés' dont l'existence à titre d'usage du commerce international n'est pas sérieusement contestée par la demanderesse."⁴

16. Mais recentemente, a Corte de Apelação de Paris, no caso S.A. Kis France contra Société Générale e outros, rejeitou recurso de anulação contra sentença arbitral, de 27.1.89, que também ampliou, por interpretação, a competência do Juízo Arbitral, a fim de submeter, ao mesmo, empresas do grupo litigante, que não tinham assinado o documento no qual constava a cláusula compromissória, consagrando a teoria do grupo societário, considerada como constituindo uso do comércio internacional, que não conflitava com a lei francesa, que, por sua vez, o consagrava

⁽³⁾ Case 4131-ICC, in *Revue de l'Arbitrage*, 1984, p. 137 c, em versão inglesa, in *Collection of I.C.C. Arbitral Awards*, 1974-1985, Paris-New York, I.C.C. Publishing, 1990, p. 146 ss.

⁽⁴⁾ Acórdão in *Revue de l'Arbitrage*, 1984, p. 99-101.

— sob outra forma e com outros fins
— na Lei 82.915, de 28.10.82 (art. 439, I).

17. Acrescentou a decisão da Corte de Paris que as conclusões de Juízo Arbitral tanto mais se justificavam quando fundamentadas na análise das convenções das quais se extraía a intenção comum das partes de realizar uma operação econômica única, da qual participavam todas as entidades, construindo um conjunto de instrumentos contratuais no qual as filiais permaneciam num estado de estreita dependência de suas controladoras, que mantinham o poder de decisão e deviam, portanto, ser consideradas partes no pleito sujeito à arbitragem.⁵

18. No mesmo sentido, também existe outra decisão da Corte de Apelação de Paris, pela sua Primeira Câmara, Seção C, datada de 11.1.90, numa operação entre a empresa Elf Aquitaine e um grupo de pessoas jurídicas e físicas oriundas da Arábia Saudita, denominado conjuntamente Grupo Orri. Neste julgado, os árbitros decidiram que o controlador das empresas signatárias do termo de compromisso estava pessoalmente sujeito à cláusula compromissória em virtude das circunstâncias especiais do caso. Na realidade, entendeu a decisão arbitral, mantida pela Corte de Paris, que os negócios eram realizados pelas várias sociedades, todas controladas, pessoalmente, pelo Sr. Mohamed Abdul Rahman Orri, que, assim, não podia alegar não estar vinculado ao Juízo Arbitral, em virtude da existência de contratos coligados, uns aos outros, tanto mais que, pela lei saudita, se tratava de comerciante individual, que usava uma razão social, para explorar o comércio marítimo, obrigando-se pessoalmente por

todas as dívidas e obrigações do estabelecimento comercial, conforme por ele teria sido reconhecido perante os tribunais ingleses.⁶

19. Há, pois, uma tendência dos árbitros da CCI, de ampliar a doutrina do grupo societário, para fazê-la incidir em matéria de sujeição à arbitragem, que, inclusive, foi recentemente suscitada em Juízo Arbitral, cuja constituição foi provocada pela Brasoil, com pleitos contra várias empresas líbias, em virtude de contrato de pesquisa e construção de poços artesanais, contrato este que foi rescindido pelos contratantes líbios, ensejando, uma arbitragem em Paris.

20. No mencionado processo, que se tornou público em virtude de notícias da imprensa brasileira, a parte líbia pretendeu chamar ao pleito a controladora da Brasoil, invocando tanto a teoria dos grupos, como a própria legislação brasileira que, nas sociedades de economia mista, considera o controlador co-responsável pelas obrigações e responsabilidades assumidas pela controlada (art. 242 da Lei 6.404).

21. Tratava-se, pois, de compatibilizar os princípios da *Lex Mercatoria*, do direito brasileiro e, eventualmente do direito líbio, que era aplicável à solução do mérito do litígio, em virtude de cláusula contratual. Alegaram os interessados líbios que havia uma jurisprudência consolidada, nos casos anteriormente citados — e em particular no processo da Dow Chemical —, reconhecendo o poder dos árbitros de ampliar a sua competência para chamar ao feito quem não tivesse assinado o instrumento no qual constava a cláusula compromissória. Em defesa dos seus interesses, a Brasoil não só comprovou a diferença

⁽⁵⁾ *Recueil Dalloz Sirey*, 1990, 40ème cahier, informations rapides.

⁽⁶⁾ *Journal de Droit International*, 1991, 1, p. 144.

existente entre o seu caso e os anteriores decididos por árbitros, em processos submetidos à CCI, como ainda evidenciou que o direito brasileiro não dava à teoria dos grupos societários a extensão pretendida, para permitir a ampliação da competência do Juízo Arbitral em relação a terceiros não signatários da cláusula compromissória e muito menos do compromisso, especialmente quando o terceiro não tinha participado do conjunto de contratos e se opunha à sua sujeição à cláusula compromissória, à qual não tinha aderido nem explícita nem implicitamente, não se tratando, outrossim, de litisconsórcio necessário unitário.

22. No caso, os árbitros decidiram reconhecer a inviabilidade da extensão da sua competência, para chamar ao feito as empresas que controlam, direta e indiretamente, a Brasoil, por faltarem os requisitos legais e processuais para tanto. Pode ter, inclusive, influenciado os árbitros, a informação de acordo com a qual os tribunais brasileiros não homologariam a decisão arbitral, se viesse a abranger pessoas jurídicas que não tinham firmado o compromisso, não tendo aceito expressamente a competência do Juízo Arbitral para dirimir conflito que os viesse alcançar patrimonialmente.⁷

⁽⁷⁾ Decisão proferida no caso ICC 7.307/FMS, em caráter preliminar, em relação ao chamamento ao feito de terceiros por uma das partes litigantes, com a oposição da outra.

23. Essa compatibilização da *Lex Mercatoria* com a lei brasileira, que encontramos na última decisão referida, é da maior importância num momento em que se multiplicam, de um lado, no plano econômico, as operações de *project financing*⁸ e de *joint-venture*, e, no plano jurídico, as subsidiárias e as *special purpose companies*, ambas constituindo instrumentos úteis e preciosos, especialmente em certas condições, nas quais as empresas querem limitar a sua responsabilidade contratual. Prevalece, assim, aliás, a posição do direito brasileiro, que, somente, em caráter excepcional, admitiu a responsabilidade do controlador por atos e débitos da empresa controlada. É evidente que a generalização da incidência da teoria dos grupos, em todos os casos, poderá ensejar um verdadeiro retrocesso econômico e jurídico, transformando as subsidiárias em verdadeiras empresas em comandita por ações, nas quais caberia, sempre, uma responsabilidade ilimitada ao controlador, o que talvez viesse inibir determinadas atuações pioneiras no campo industrial e empreendimentos importantes no campo financeiro.

⁽⁸⁾ Jean Pierre Mattout, *Le financement de projet ou la puissance du contrat*, in *O Direito na Década de 1990: Novos Aspectos, Estudos em Homenagem ao Professor Arnoldo Wald*, São Paulo, RT, 1992, p. 347 ss.

A DEBÊNTURE COMO INSTRUMENTO DE APLICAÇÃO E CAPTAÇÃO DE RECURSOS

DURVAL JOSÉ SOLEDADE SANTOS

Sumário: Introdução — 1. Exemplos de “montagens financeiras” — 2. Experiência brasileira — 3. Aspectos jurídicos — 4. Emissão de debêntures — 5. Características das debêntures — 6. Derivativos — 7. Cédula pignoratícia de debêntures — 8. Observações finais.

Introdução

A debênture é, certamente, dentre os títulos de dívida — regulamentados no Brasil — o mais interessante.

É de se notar, que pelo sistema legal brasileiro, a relação débito/crédito somente pode ser consubstanciada em títulos, em sentido lato, devidamente regulados por legislação pertinente. Diferentemente do que ocorre, por exemplo, nos E.U.A., onde qualquer tipo de operação pode ser representado em títulos que são negociados no mercado — independente de qualquer regulação ou, até, de auto-regulação. Sobre esse assunto, deve ser ressaltado que — devido aos acontecimentos recentes envolvendo derivativos nos chamados mercados globais — os seis maiores bancos de investimento americanos estão propondo a primeira auto-regulação de suas atividades no setor.

Os aspectos jurídicos das debêntures serão explicitados após algumas considerações de ordem financeira.

No que se refere a “montagens financeiras”, não há dúvida que é a debênture que permite a maior flexibilidade. É possível nela representar de um simples débito até operações bastante complexas, nas quais a debênture conjugue aplicações de renda fixa e variável.

Quanto ao prazo, ele pode ser tanto de curta duração, quanto de duração indefinida como em operações em que não haja vencimento em determinada data, só ocorrendo no caso de um desempenho estipulado não ser alcançado, quando são consideradas como *quase-equity*.

Permite ainda a debênture que sobre ela sejam lançados derivativos, tais como opções (Instrução n. 193, de 20.7.92, da CVM), “warrants” (Instrução n. 223, de 10.11.94, da CVM), “swaptions”, etc. São também passíveis de compor as carteiras de Fundos: a) de Conversão (Instrução n. 91, de 6.12.91, da CVM); b) de Mútuos de Investimento (Instrução n. 215, de 8.6.94, da CVM); c) de Mútuos de Investimento — Carteira Livre (Instrução n. 215, de 8.6.94, da CVM); e d) de Investimento em Empresas Emergentes (Instrução n. 209, de 25.3.94, da CVM). Nos dois últimos a legislação permite, inclusive, que as carteiras componham-se exclusivamente desses títulos.

1. Exemplos de “montagens financeiras”

Como um exemplo de “montagem”, poderia ser criada uma debênture, subordinada, conversível, com um juro fixo, outro variável vinculado ao preço de seu

produto, e uma participação no lucro — calculada como se a debênture fora uma ação. O vencimento seria referenciado com um ou mais eventos e não com uma data. Os eventos poderiam ser — no caso de uma companhia fechada — a abertura de capital após a implantação de uma expansão e o produto alcançar um preço previamente estabelecido.

Quais as vantagens: 1) *para a emissora*, um juro fixo baixo enquanto estaria fazendo a expansão e, após esta, um juro variável referenciado ao aumento do preço de seu produto e uma participação vinculada a sua rentabilidade; não teria uma data de vencimento, desde que cumprisse sua obrigação de abrir capital e o preço atingisse o patamar estabelecido. Durante esse período — por ser uma debênture subordinada — sua capacidade de endividamento bancário não estaria limitada por falta de garantias;

2) *para o investidor*, teria a possibilidade de ter uma remuneração de renda variável sem ter comprometida sua liquidez caso a empresa não abrisse seu capital, quanto a renda fixa, estaria garantido que teria uma determinada rentabilidade, pois — em caso contrário — o não alcance do desempenho estabelecido acarretaria o vencimento da obrigação.

Caso a empresa abrisse seu capital, registrasse suas ações em Bolsa de Valores e mantivesse a rentabilidade oferecida, o debenturista poderia esperar — recebendo sua renda fixa além da variável — até que a cotação da bolsa atingisse um valor que considerasse ideal, para, só então, converter suas debêntures e vender as ações decorrentes. Conta, ainda, com as possibilidades de lançar derivativos sobre suas debêntures e vender a debênture sem convertê-la.

Outra “montagem” possível seria as instituições financeiras subscreverem

debêntures como forma de aplicar seus recursos —, neste caso a emissão terá que ser pública, conforme a Resolução n. 1.777, de 19.12.90, do CMN e a Circular n. 545, de 18.6.90, do BACEN. Além das vantagens passíveis de constar das emissões, há ainda a liquidez de seu crédito, podendo as instituições negociar os títulos de sua carteira no Sistema Nacional de Debêntures — SND, quando desejar.

A instituição financeira entendendo, por exemplo, que uma debênture conversível possa vir a ter significativo ganho de capital e dela, por isso, não queira desfazer-se, necessitando, entretanto, de recursos para outras operações, poderá lançar Cédulas Pignoratícias lastreadas em tal debênture.

Esses são apenas poucos exemplos de uma enorme quantidade de variações possíveis.

2. Experiência brasileira

A experiência brasileira na utilização das debêntures podia ser classificada até meados da década anterior como relativamente pequena, apesar de a primeira legislação a elas referir-se datar de 4 de novembro de 1882 — Lei 3.150. O termo debênture foi utilizado pela primeira vez no decreto (n. 8.821, de 30.12.82) que regulamentou esta lei.

Como curiosidade, segundo alguns comentadores de títulos de crédito, a debênture foi inventada pelos empreendedores ingleses responsáveis pela abertura do Canal de Suez, como forma de captação de recursos para seu financiamento.

Durante os últimos cinco anos houve um enorme incremento na emissão desses títulos, tornando-se a principal alternativa aos recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social — BNDES nos financiamentos de longo prazo.

Ressalte-se que o Sistema BNDES, principalmente através de sua Subsidiária BNDES Participações S.A. — BNDESPAR, é também importante subscritor de debêntures.

A carteira de debêntures da BNDESPAR, no valor de cerca de US\$ 500 milhões, é composta unicamente de debêntures conversíveis. Além dessa característica, são em sua maior parte: subordinada, nominativas, corrigidas por IGP-M, com juros de 12% a.a. e prêmio de ANBID — Associação Nacional de Bancos de Investimentos e Desenvolvimento mais juros de 3% a.a.; portanto, como se verá a seguir, dentro dos padrões do mercado.

Para confirmar a atual importância da debênture como instrumento de captação, pelas empresas que necessitam de recursos, e aplicação, pelos investidores — notadamente os institucionais — serão demonstrados a seguir os dados até abril de 1995 sobre emissões desses títulos, apurados dos registros do Sistema Nacional de Debêntures — SND, da Associação Nacional de Instituições de Mercado Aberto — ANDIMA:

- a) 136 companhias emissoras;
- b) 180 emissões, em 350 séries, com 79,21 milhões de títulos, dos quais 71,03 milhões de debêntures depositadas no SND; e
- c) com o valor atual do estoque de R\$ 10,81 bilhões.

Dentre estas, 9 séries, totalizando cerca de R\$ 300 milhões, foram realizadas somente de janeiro a abril de 1995.

Tais dados referem-se a quase todas as debêntures emitidas, exceto, basicamente, as da carteira da BNDESPAR; ressalvada uma parte em que possa existir uma dupla contagem, por estimativa, cerca de R\$ 150 milhões.

3. Aspectos jurídicos

As características e o perfil dessas debêntures são detalhados no quadro mostrado após as Observações Finais.

Atualmente a legislação pertinente às debêntures está contida basicamente nas Leis 6.385/76 e 6.404/76, Resoluções do Conselho Monetário Nacional — CMN, Circulares do Banco Central e Instruções da Comissão de Valores Mobiliários — CVM.¹

A debênture, segundo o art. 2.º da Lei 6.385/76, é um valor mobiliário representativo de uma fração do empréstimo coletivo — geralmente a longo prazo — lançado pública ou privativamente por sociedade anônima; que, pela legislação brasileira, é o único tipo societário autorizado a emití-la. Para utilizar um termo ora em voga, ela é uma dívida “securitizada”.

A partir desse ponto, as referências à legislação, quando não expressamente mencionadas em contrário, são à Lei 6.404/76.

4. Emissão de debêntures

A emissão de debêntures é precedida de algumas formalidades legais:

1) Decisão em assembléia — a competência para a deliberação sobre a emissão é privativa da Assembléia-Geral — arts. 59 e 122.

É interessante notar que o § 1.º do art. 59 admite, à semelhança da autorização de capital, a delegação ao Conselho de Administração para estabelecer as condições financeiras da emissão, inclusive a oportunidade da emissão. O § 2.º, do mesmo artigo, autoriza ainda que sejam estabelecidos pela AGE os limites de séries e valor, deixando ao Conselho de

⁽¹⁾ Instruções: n. 13, 30.9.80; n. 88, de 3.11.88; n. 168, de 23.12.91; n. 182, de 13.2.92; n. 194, de 3.8.92; n. 202, de 6.12.93.

Administração o exame do detalhamento das séries e do valor de cada uma.

2) Escritura de Emissão — declaração unilateral, por instrumento público ou particular, firmado pela emissora e o agente fiduciário, se houver — art. 61.

Por oportuno, a emissão de debêntures distribuída ou admitida à negociação pública terá obrigatoriamente agente fiduciário.

Todas as condições das debêntures deverão constar da Escritura.

A Companhia pode efetuar tantas emissões de debêntures quanto desejar, desde que não ultrapasse os limites estabelecidos no art. 60.

Entretanto, não pode efetuar nova emissão antes de colocadas todas as debêntures das séries da emissão anterior ou canceladas as séries não colocadas (§ 3.º do art. 59).

Séries são como são chamadas as divisões da emissão. Deve ser ressaltado, porém, que nos casos de emissões com mais de uma série, a igualdade de direitos está limitada a cada série, conforme disposição do parágrafo único do art. 53.

5. Características das debêntures

Características do certificado — Devido à própria inclusão da debênture como título de crédito, seu certificado — no caso das endossáveis — deve conter requisitos legais, no caso, os fixados no art. 64.

O art. 63, em seu § 2.º, autoriza que as debêntures sejam objeto de depósito, com emissão de certificado e, para tanto, remete ao art. 43.

Formas de circulação — Até o advento da Lei 4.728, de 14.7.65, a única forma de emitir debênture era ao portador. Esta lei criou, em seu art. 40, a debênture endossável — mantendo a forma ao portador. A Lei 4.728/65 foi

quase inteiramente revogada pela Lei 6.404/76 que, entretanto, em seu art. 63 manteve as mesmas formas: portador e endossável. A debênture escritural — bastante utilizada atualmente — não consta deste artigo, mas do art. 74, que normatiza a extinção de debêntures.

Por sua vez, a Lei 8.021, de 12.4.90, veda — em seu art. 2.º, item II — a “emissão de títulos e a captação de depósitos ou aplicações ao portador nominativos-endossáveis”.

Aparentemente estaria vedada a emissão de debêntures endossáveis; entretanto, o art. 4.º, do mesmo diploma legal, ao referir-se à Lei 6.404/76 somente menciona a alteração do art. 20 — que trata das formas das ações — que passou a vigorar com a seguinte redação: “Art. 20. As ações devem ser nominativas.” O Parecer de Orientação da CVM — de n. 26, de 7.4.92 — também só se refere às ações.

Utilizando-se da regra de interpretação que cita que não cabe ao intérprete restringir o que a lei não o faz, é possível concluir que as debêntures ao portador e as endossáveis estão em vigor?

A resposta é negativa no que se refere às ao portador e endossáveis em branco e positiva àquelas que têm endosso em preto.

Essa resposta baseia-se no art. 1.º da retromencionada Lei:

Art. 1.º “A partir da vigência desta Lei, fica vedado o pagamento ou o resgate de *qualquer título* ou aplicação, bem como dos seus rendimentos ou ganhos, a *beneficiário não identificado*”. (grifos do autor)

A prática, como demonstrada no quadro final, consagrou esta interpretação.

Apesar de não mais constar na Lei a endossável como forma de ação, suas normas de transferência não foram revogadas, pois, em caso contrário, os demais títulos endossáveis — Debêntu-

res, Cédulas Pignoratícias, Partes Beneficiárias e Bônus de Subscrição — aos quais a lei remete à essas normas, sem estabelecê-las de per si — ficariam inaplicáveis.

Por outro lado, no caso das debêntures escriturais, deve-se utilizar, novamente, o art. 74 — que estipula, “(manterá arquivados) — (...) os recibos dos titulares das contas das debêntures escriturais”. Portanto, usando-se o sistema da lei, pelo § 1.º do art. 35 tem-se que a transferência da debênture escritural opera-se: pelo lançamento efetuado pela instituição depositária em seus livros, a débito da conta de debêntures do alienante e a crédito da conta de debêntures do adquirente a vista de ordem expressa do vendedor.

Em ambos os casos, para o exercício dos direitos decorrentes da titularidade das debêntures é necessário que a transferência esteja averbada nos livros próprios.

Remuneração — Como já visto, a Lei em vigor é bastante flexível com relação a esse capítulo, permitindo a emissão de debêntures que remunerem os seus titulares com juros — fixos e/ou variáveis — e/ou com participação no resultado do exercício, calculada após a provisão para o imposto de renda — art. 187, inc. VI.

Por expressa referência do § 1.º do art. 54, a debênture poderá ter correção monetária, inclusive com base em variação cambial.

Quanto à correção monetária, estabelece a legislação em vigor — Medida Provisória n. 911, de 21.2.95 — que somente poderá dar-se pela variação do IPC-R (*caput* do art. 27) ou, por ser valor mobiliário, pela Taxa Referencial — TR (§ 5.º, do art. 27). A estipulação que não seja feita por estes índices não tem qualquer efeito (§ 2.º, do art. 27). Além disso, é necessário — para a

validade da estipulação — que o reajuste seja anual (art. 28 e § 1.º).

A Taxa de Juros de Longo Prazo — TJLP, criada pela Medida Provisória n. 684, de 31.10.94, apesar de tecnicamente não ser considerada como correção monetária, também pode compor a remuneração das debêntures.

No que se refere à variação cambial, depois de idas e vindas, a atual legislação a permite. A alínea “c”, do § 1.º, do art. 27, da Medida Provisória acima referida, ao tratar das exceções à correção por IPC-R, autoriza àquelas tratadas em lei especial. Com isso, já bastaria a menção à variação da taxa cambial contida no parágrafo único do art. 54 da Lei das S.A. para que seja admitida sua utilização.

Como reforço, citamos o art. 6.º, da Lei 8.880, de 27.5.94 — que dispõe sobre o Programa de Estabilização Econômica. Este artigo estabelece que: “É nula de pleno direito a contratação de reajuste à variação cambial, *exceto quando expressamente autorizada por lei federal (...)*” (grifos do autor). É o caso das debêntures.

Prazo, Amortização e Resgate — A Lei não fixa prazo mínimo ou máximo para o vencimento do título. Portanto, pode ser fixado qualquer um, desde que o mesmo conste da escritura de emissão. Usualmente são exigíveis de longo prazo. O diploma em vigor admitiu, inclusive, a debênture sem prazo de vencimento. Neste caso, o vencimento somente ocorrerá no caso de inadimplemento de condições pactuadas — finanças ou não — ou de dissolução da companhia. Dentro da mesma série, porém, o tratamento deve ser igual para todas as debêntures: o mesmo ou nenhum prazo para todas.

A Lei deu liberdade para a escritura de emissão fixar amortizações parciais, resgates parciais ou totais e aquisição de debêntures.

A diferença é que I) as amortizações reduzem, no percentual estabelecido, o valor nominal de todas as debêntures; II) no resgate parcial, que é feito por sorteio, uma parte das debêntures é retirada de circulação mediante o pagamento de seu preço unitário — PU (valor nominal atualizado + remuneração); e III) a compra é realizada em Bolsa, se houver cotação, por preço inferior ao valor nominal ou fora de Bolsa por valor igual ou inferior ao valor nominal, em qualquer desses casos não é necessário o cancelamento das debêntures adquiridas.

Cupons e bônus de subscrição — Os cupons eram expressamente tratados no § 8.º do art. 44, da Lei 4.728/65. Ela estabelecia, ao se referir às debêntures conversíveis em ações, que o direito de subscrição poderia ser negociado separadamente. A nova Lei não reproduziu tal disposição. Mas, em contrapartida, ao tratar da emissão de bônus de subscrição, citou-os como vantagem adicional aos subscritores de debêntures — art. 77 —, substituindo, portanto, os antigos cupons destacáveis.

O bônus de subscrição, criado pela lei atual e regulamentado pelos arts. 75 a 79, mereceria um escrito a parte.

Simplificadamente, ele é a “securitização” do direito de preferência, ou seja, quem o detém possui o direito de subscrever ações em aumentos de capital, independente de ser sócio da companhia. É negociável livremente.

Ele pode ser utilizado como vantagem adicional tanto na emissão de debêntures conversíveis como na simples. Mas é nestas que se mostra mais atraente.

Ao invés de emitir uma debênture conversível que desaparece obrigatoriamente ao convertê-las em ações, a debênture simples conjugada ao bônus de subscrição dá liberdade ao possuidor de utilizar o bônus para subscrever capital — ou vender o bônus — e

permanecer com a debênture que lhe assegura renda fixa.

Não há restrição ao uso de cupons destacáveis — inclusive pela remissão contida no art. 63 — para o recebimento de remuneração convencionada — juros, participação nos lucros, correção monetária etc.

Espécies de garantias — No art. 58, a Lei classificou as espécies de debêntures em função de terem ou não garantias. Portanto, para a Lei, existem as seguintes espécies de debêntures:

a) Debêntures com garantia real — As garantias podem ser constituídas na própria escritura de emissão ou em separado, sendo, inclusive, permitida a constituição progressiva de garantias, uma vez que os bens a serem adquiridos com recursos da emissão podem acrescer às garantias anteriormente prestadas.

b) Debêntures com garantia fluante — A garantia fluante assegura privilégio geral sobre o ativo da companhia, sem impedir, entretanto, negociação normal. Da mesma forma, é possível que, em grupos de sociedades — art. 265 —, a garantia seja dada sobre o ativo de duas ou mais sociedades do grupo.

c) Debêntures sem preferência — Sem gozar de preferência, seus titulares equiparam-se aos demais credores comuns ou quirografários.

d) Debêntures subordinadas — Essas preferem apenas aos acionistas.

Independente da espécie, o § 5.º do art. 58 permite que seja estabelecido na escritura de emissão a obrigação de não alienar ou onerar bem imóvel ou outro bem sujeito a registro de propriedade. Segundo a lei, desde que averbada no registro competente, tal obrigação é oponível a terceiros.

É bom ressaltar que o capítulo garantia está diretamente ligado ao inadimplemento de condições estabelecidas na

escritura de emissão, sendo expressamente facultado ao agente fiduciário, neste caso, promover a execução das garantias reais ou requerer a falência da emissora (art. 68, § 8.º). Neste último caso, obedecendo à classificação dos critérios nas falências, as espécies de debêntures obedeceriam à seguinte ordem de preferência: em quarto, debêntures com garantia real; em quinto, as com garantia flutuante; em sexto, as sem preferência; e em sétimo, as subordinadas.

Pela legislação sobre falência, a primeira preferência é do crédito trabalhista, a segunda do crédito tributário e a terceira das despesas da massa.

Apesar de a Lei ser omissa, as debêntures, como qualquer título de crédito, admitem garantias fidejussórias. O aval é apostado diretamente nos certificados, conforme os princípios dos títulos de crédito. Apesar de estranha aos títulos de crédito, é possível — e até mais comum — a fiança prestada na Escritura de Emissão.

Limite — A legislação brasileira tem vacilado quanto aos limites de emissão de debêntures. O primeiro diploma legal a estabelecer limitações foi a Lei 3.150, de 04 de novembro de 1892, que, em seu art. 32, dispôs que a importância do empréstimo não poderia ser superior ao capital social. Esse limite, baseado no capital social, foi mantido até a criação da Lei 4.728/65, quando foi estabelecido que, nos casos de debêntures com cláusulas de correção monetária, o limite seria o patrimônio líquido da companhia.

A lei atual voltou a determinar que a limitação é o capital social, excetuados os seguintes casos:

1.º) Constituição de garantias reais, próprias ou de debêntures: valor da emissão igual ou inferior a 80% do valor dos bens gravados.

2.º) Garantia Flutuante: total da emissão não superior a 70% do valor contábil do ativo da companhia, diminuído do montante das dívidas garantidas por direitos reais.

3.º) Emissão de debêntures subordinadas (não há limites).

Conversibilidade em Ações — Segundo o art. 57, as condições de conversibilidade podem ser livremente convencionadas, desde que atendidas as normas legais sobre o seguinte:

a) Bases de conversão — Desde que claramente estabelecidas as bases de conversão, pode ser utilizada qualquer fórmula. Deve ser esclarecido, no entanto, que, qualquer que seja a fórmula, ela deve levar em conta os critérios estabelecidos para o preço de emissão de ações (art. 170) e sua relação com o valor nominal das debêntures.

b) Espécie e Classe — No que se refere à espécie e à classe de ações em que podem ser convertidas, cabe ressaltar que, nos casos de emissão de debêntures conversíveis, o estatuto deve prever a criação de ações preferenciais ou, se for o caso, o aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais. Caso contrário, além da eficácia da medida ficar condicionada à aprovação da classe atingida — art. 136, § 1.º, para permitir a inclusão no estatuto, a aprovação da reforma estatutária ensejaria o direito de retirada de qualquer acionista — art. 137.

c) Prazo ou época para o exercício do direito à conversão — Deve ser levado em conta, no estabelecimento do prazo ou época, se a companhia tem ou não reservas, se pretende ou não capitalizá-las antes da conversão etc.

d) Demais condições — Podem ser estabelecidas, entre outras, cláusulas sobre o desempenho da companhia emitente.

Direito dos acionistas — A nova Lei estabeleceu, como defesa dos acionistas,

o direito de preferência destes nas emissões de debêntures conversíveis em ações — art. 109, IV, 171. Com a ressalva que o art. 172 permitiu — desde que atendidas todas as condições que estabelece — a exclusão do direito de preferência.

Outra defesa é a obrigatoriedade de, nos casos de conversão em ações, a base de cálculo ter que respeitar os requisitos do preço de emissão — art. 57, I e 170, § 1.º. Como defesa de acionistas pode ser considerado, também, o rigor da Lei quanto às formalidades necessárias à emissão, ressaltando-se que a deliberação desta é matéria privada da Assembléia-Geral.

Direito dos Debenturistas — Os debenturistas têm os direitos estabelecidos na Escritura de Emissão e na própria Lei.

Entre estes, por exemplo, está o direito dos titulares de debêntures conversíveis de, reunidos em Assembléia — convocada e realizada nos moldes daquelas de acionistas — aprovar a mudança de objeto da companhia e a criação ou a modificação de ações preferenciais que prejudiquem seus direitos (art. 57, § 2.º).

Há o reconhecimento legal da comunhão de interesses entre os debenturistas, podendo ser considerada — portanto — como sujeito de direitos.

Caberia a pergunta, qual o interesse prático desta afirmativa? A resposta é simples — sem isto não haveria a possibilidade de modificação das condições da emissão ou da série, conforme o caso.

Para exercer esses direitos, além da assembléia, criou a lei a figura do Agente Fiduciário; obrigatório nas emissões públicas (art. 61, § 1.º) e facultativo nas de natureza particular.

Sua caracterização jurídica é a de um administrador de bens de terceiros. Segundo a Exposição de Motivos que

acompanhou a lei, o modelo adotado foi o do *Trustee* do direito anglo-saxão, adaptado a nossa técnica jurídica. Bastante adaptado dir-se-ia, pois o *trustee* pressupõe a transferência fiduciária das debêntures, o que — a despeito da denominação Fiduciário — não ocorre.

As disposições sobre Agente Fiduciário estão contidas nos arts. 66 a 69 e nas Instruções ns. 28/83 e 123/90, ambas da CVM.

Emissão Pública — Uma vez que a debênture consta da enumeração prevista no art. 2.º da Lei 6.385, de 7.12.76, que a alinhou entre os valores mobiliários, sua emissão pública está sujeita às normas do art. 19 dessa Lei. Em vista do art. 21 da mesma Lei, somente companhias abertas registradas na CVM podem emitir debêntures para subscrição pública.

6. Derivativos

Do ponto de vista financeiro, os derivativos são entendidos como aqueles ativos que têm seus preços relacionados a outros preços que lhe são exógenos. São usados tanto para proteger as carteiras de títulos, como para melhorar a rentabilidade e/ou a liquidez dos valores mobiliários.

O que interessa no caso das debêntures é que elas podem ser ativos referenciais para lançamento de opções — de compra ou venda.²

As debêntures podem ser utilizadas, também, para lastrear a emissão de *warrants* ou, como são denominadas pela Instrução n. 223, de 10.11.94, da CVM, Opções Não Padronizadas.

⁽²⁾ Sobre o assunto do ponto de vista financeiro ver artigo Derivativos: Panorama Geral e Possibilidade de Uso pelo Sistema BNDES, da autoria de Henrique Amarante Costa Pinto, no n. 2 da Revista BNDES, dezembro de 1994.

Do ponto de vista jurídico, esses dois tipos de derivativos podem ser conceituados como sendo valores mobiliários que concedem aos seus titulares o direito de exigir de seus emitentes a realização da compra ou venda — conforme o caso, em se tratando de “*warrant*” só a compra — das debêntures previamente definidas, pelo preço preestabelecido.

O exercício desse direito pode ser efetivado durante um determinado prazo ou numa data prefixada, no primeiro caso são conhecidos como americanas e no segundo como europeias.

A diferença entre os “*warrants*” e as opções é que estas últimas são padronizadas e sujeitas às regras estabelecidas pelas Bolsas e têm uma data única de exercício; sendo consideradas como mercado secundário. Os “*warrants*” são lançamentos primários e, como o próprio nome diz, não são padronizados, portanto, passíveis de qualquer estipulação.

7. Cédula pignoratícia de debêntures

Como já demonstrado no início, a Cédula Pignoratícia é um excelente meio de instituições financeiras, que detenham debêntures em carteira, mobilizarem recursos sem se desfazerem de ativos que possam representar ganhos adicionais.

A negociação da Cédula Pignoratícia pode ser realizada pelo Sistema Nacional de Debêntures — SND, da ANDIMA.

A emissão é simples e não requer nenhuma formalidade, bastando que a instituição financeira esteja entre os tipos autorizados a emití-las pelo Banco Central — que é, pelo art. 72, o órgão competente para essa finalidade.

A circular n. 1.967, de 28.5.91, é que contém essa regulamentação. As condições para a emissão de Cédulas Pignoratícias estão fixadas na Resolução

n. 1.825, de 28.5.91, do Conselho Monetário Nacional.

Consultada informalmente, a CVM não reconheceu a Cédula Pignoratícia como valor mobiliário. É verdade que ela não consta do elenco de títulos do art. 2.º, da Lei 6.385/76, que — como já mencionado — determina os valores mobiliários.

Como sugestão para a reforma da Lei das S.A., ora em estudo, propõe-se a retirada tanto do termo Pignoratícia da denominação da Cédula quanto da expressão “garantidas pelo penhor de debêntures” constantes do art. 72 da mencionada lei. Essa modificação aumentaria significativamente a flexibilidade da Cédula, tornando sua utilização ainda mais atrativa. Por decorrência, as alíneas “c” e “g” deste mesmo artigo também sofreriam as alterações pertinentes.

Por estar a Cédula na atual legislação umbilicalmente ligada ao penhor, não é permitido ao seu titular a opção de receber as debêntures que a lastreiam como pagamento de seu crédito — ao invés de esperar seu vencimento, uma vez que o art. 765 do Código Civil Brasileiro declara nula qualquer cláusula que permita ao credor ficar com o objeto em garantia.

Caso modificada, a Cédula se assemelharia a um “*warrant*” com a vantagem de que seu titular, enquanto vigesse a Cédula, poderia receber juros, tendo, portanto, as vantagens de compor uma renda fixa com uma variável — caso as debêntures-lastro sejam conversíveis.

A instituição financeira, por sua vez, teria a possibilidade de — caso exercida a opção do titular por ficar com as debêntures — não mais ter os encargos financeiros da Cédula.

As alterações propostas seriam simples, bastando que a Cédula passasse a ter outra denominação como, por exemplo, Cédula Derivada de Debêntures e se trocasse “garantidas pelo penhor” por “lastreada em”.

Neste caso, a alínea “g”, do art. 72, também sofreria uma modificação para acrescentar a expressão “se for o caso”.

Esta mudança não impediria que a debênture, alternativamente, continuasse a ter o penhor como garantia real — tal como as debêntures. Com o penhor sendo uma faculdade, e não uma obrigação, o emitente teria essa possibilidade ao lançar o título. Claro está que, neste caso, haveria a impossibilidade de o titular optar pelas debêntures que lastreiam a Cédula como uma forma de pagamento.

De qualquer forma, ainda que não sofra alteração, a cédula permite que a instituição financeira compatibilize suas aplicações — subscrições de debêntures — com a sua captação — emissão de cédulas.

Essa afirmativa é válida tanto para os encargos quanto para o prazo.

No que se refere a encargos, os juros seriam certamente menores nas cédulas do que nas debêntures que as lastreariam. O “spread” se justifica porque, no mais das vezes, o risco da instituição é menor que o do emitente das debêntures.

Quanto ao prazo, não é difícil que sejam semelhantes, devido ao entendimento geral de menor risco e maior liquidez dos títulos emitidos por instituições financeiras.

8. Observações finais

A retomada do processo de desenvolvimento, advindo da estabilização econômica, demandará um volume expressivo de recursos.

A infra-estrutura, por exemplo, além da quantidade de recursos, irá necessitar de fórmulas bastante criativas para sua mobilização — devido às particularidades do setor.

A debênture — como se espera ter demonstrado — é o título que permite a maior criatividade para montagens financeiras.

É ela, por sua flexibilidade, que dá a liberdade necessária para atender tanto às necessidades de quem precisa captar recursos, como os desejos de quem quer aplicá-los.

Quadro das características das emissões registradas no SND/ANDIMA

Os números referem-se, em cada caso, à quantidade de séries.

FORMA	ENDOSSÁVEL	274
	ESCRITURAL	76
ESPÉCIES	REAIS	48
	FLUTUANTES	138
	QUIROGRAFARIAS	7
	SUBORDINADAS	157
TIPO	CONVERSÍVEIS	82
	SIMPLES	268
PAGAMENTO	VENCIMENTO	203
	AMORTIZAÇÃO	100
	RESGATE	5
PRAZO	5 ANOS	62
	10 ANOS	49
	3 ANOS	40
	INDETERMINADO	45
ATUALIZAÇÃO	IGP-M	175
	TR	103
	IPC-R	35
	DÓLAR	20
JUROS	12% a.a.	142
	VARIANDO ENTRE	
	6%/30% a.a.	182

No que se refere à remuneração, existem ainda:

a) 26 que detêm participação nos resultados;

b) 104 que, alternativamente à remuneração fixada, retêm prêmios, dos quais 56 são da taxa divulgada pela ANBID acrescida de 3% a.a.

EMIÇÃO DE DEBÊNTURES

NELSON EIZIRIK

Sumário: 1. Introdução — 2. Finalidade econômica e natureza jurídica da debênture — 3. Emissão e subscrição de debêntures — 4. Competência para deliberar a emissão de debêntures — 5. Autonomia plena da companhia para emitir debêntures — 6. Subscrição a vista ou parcelada — 7. Registro na CVM da emissão pública de debêntures — 8. Poder vinculado da CVM para aprovar o registro — 9. Caracterização legal da emissão pública de debêntures — 10. Taxa de registro da emissão pública de debêntures — 11. Consequências da falta de registro na CVM — 12. Participação obrigatória de instituição financeira *underwriter* na emissão pública — 13. Distribuição secundária de debêntures — 14. Negociação das debêntures no mercado.

1. Introdução

As debêntures, embora constituindo títulos há muito regulados entre nós (desde 1893, mediante o Decreto 177-A) passaram a ser, a partir da promulgação da Lei 6.404/76 — Lei das S.A., utilizadas cada vez mais intensamente pelas companhias, no processo de sua capitalização.

Atualmente, são as debêntures os valores mobiliários de maior uso por parte das companhias abertas, no processo de captação de recursos do público investidor.

Tal se deve, em grande medida, ao adequado tratamento que foi conferido à sua regulação, contido na Lei das S.A. e em alguns dispositivos da Lei 6.385/76, que criou a Comissão de Valores Mobiliários — CVM e disciplinou o mercado de capitais.

Trataremos, no presente artigo, de examinar o tratamento legal da emissão de debêntures, com ênfase especial nos seguintes tópicos: competência dos órgãos de administração da companhia para emitir debêntures; distinção entre emissão e subscrição de debêntures;

diferenças entre emissão pública e privada de debêntures; papel das instituições financeiras na emissão pública de debêntures; funções da Comissão de Valores Mobiliários na emissão pública de debêntures; negociação de debêntures no mercado secundário.

2. Finalidade econômica e natureza jurídica da debênture

Nos termos do art. 52 da Lei das S.A., *a companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e do certificado.*

Conforme a redação expressa da Lei, a debênture constitui um título que confere ao seu titular um direito de crédito contra a companhia emissora, cujas condições devem ser objeto de precisa estipulação na escritura de emissão e no certificado.

A finalidade econômica da debênture é a de permitir à empresa emissora a captação de recursos; ou seja, trata-se de instrumento que possibilita o financiamento da companhia, mediante *emprês-*

timos distribuídos no mercado de capitais, conforme a Exposição de Motivos n. 196, de 24.6.76, do Ministério da Fazenda, ao então Anteprojeto de Lei das sociedades anônimas.

Da função econômica da debênture, que é a de servir como instrumento de financiamento da companhia emissora, decorre a sua caracterização, praticamente consensual na doutrina, como um contrato de mútuo mercantil.¹ Trata-se, na realidade, de um mútuo de natureza especial, uma vez que a quantia mutuada é dividida em frações, correspondentes ao número de debêntures subscritas.² Cada debênture constitui um documento de legitimação, mediante o qual o debenturista pode exercer seu direito de crédito frente à companhia emissora.

3. Emissão e subscrição de debêntures

Distingue-se, no negócio jurídico da debênture, duas fases: a da *emissão*, propriamente dita, na qual produz-se uma manifestação de vontade da companhia, necessariamente formada de acordo com as normas legais e estatutárias, cujo momento essencial é o da deliberação da Assembléia Geral que autoriza a emissão e estabelece as suas características; e a da *subscrição*, na qual os tomadores dos títulos manifes-

tam sua aceitação à oferta da companhia emissora, pagando o preço e tornando-se, a partir daquele momento, credores da companhia.³

A emissão das debêntures constitui a sua criação e oferta aos interessados. A palavra *emissão* (do latim *emissione*) significa o ato de produzir e mandar para fora, designando, portanto, a emissão de debêntures, o ato da companhia de criá-las e colocá-las à venda.

Já a subscrição das debêntures designa o ato mediante o qual os tomadores dos títulos, isto é, os destinatários da oferta, manifestam a sua aceitação, assinando o *boletim de subscrição* e tornando-se, a partir daquele momento, debenturistas.

A Lei das S.A. distingue os dois momentos, apartando a *emissão* das debêntures, enquanto manifestação de vontade da companhia (arts. 53, 59 e 60) da *subscrição* (art. 58, § 1.º), enquanto manifestação, por parte dos tomadores, da aceitação da oferta da companhia.

Tal distinção não ocorre, porém, no sistema da Lei 6.385/76, que disciplina o mercado de valores mobiliários. As debêntures, nos termos expressos do art. 2.º, § 1.º da Lei 6.385/76, constituem *valores mobiliários*, submetendo-se as companhias abertas que procedem à sua distribuição no mercado à fiscalização exercida pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme analisaremos em seguida.

A referida Lei 6.385/76, repetindo as imprecisões terminológicas da Lei 4.728/

(1) Carvalho de Mendonça. *Tratado de Direito Comercial*. Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1969, v. IV, p. 96; Waldemar Ferreira. *Tratado das Debêntures*. Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1944, v. I, p. 225; Antonio Brunetti. *Trattato del Diritto delle Società*. Turim, 1948, v. II, p. 432; Francesco Galgano. *La Società per Azioni, le Altre Società di Capitali, le Cooperative*. Bolonha, 1981, p. 197; Jean Guyénot. *Cours de Droit Commercial*. Paris, 1977, v. 2, p. 634.

(2) Edmur de Andrade Nunes Pereira Neto. *Aspectos Jurídicos da Emissão de Debêntures Conversíveis em Ações*. Dissertação de Mestrado na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1986, p. 35 ss.

(3) Angulo Rodrigues. *La Financiación de Empresas Mediante Tipos Especiales de Obligaciones*. Bolonha, 1968, p. 14 ss. Para Tulio Ascarelli, porém, a manifestação da empresa de emitir as debêntures constitui uma oferta ao público e a subscrição consiste na aceitação da oferta, momento em que se aperfeiçoa o negócio de emissão (*Problemi in Tema de Titoli Obbligazionari in Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 1951, parte I, p. 33).

65, as quais foram alvo de severas críticas doutrinárias,⁴ utiliza, em seu art. 19 (tanto no *caput* como nos seus parágrafos) as expressões *emissão*, *distribuição* e *colocação* para designar o mesmo ato de oferta pública de valores mobiliários aos investidores do mercado. O *caput* do art. 19 chega a dizer que *nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão*, como se fosse possível a existência de uma *emissão pública* não distribuída no mercado, ou seja, uma *emissão pública* distribuída privadamente. Tal expressão *emissão pública*, embora evidentemente imprópria, conforme as críticas da doutrina, acabou consagrada pelo uso, sendo de larga utilização na regulamentação administrativa da CVM.⁵

4. Competência para deliberar a emissão de debêntures

A competência para deliberar a emissão das debêntures é privativa da Assembléia Geral, nos termos expressos do art. 59 da Lei das S.A. Porém, tratando-se de Companhia Aberta, a Assembléia Geral pode delegar ao Conselho de Administração a deliberação sobre: a época e as condições de vencimento, amortização e resgate; a época e as condições do pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, caso existente; o modo de subscrição ou colocação — se pública ou privada; e o tipo das debêntures (art. 59, VI a VIII e § 1.º).

Pode ainda a Assembléia-Geral delegar ao Conselho de Administração a deliberação sobre a oportunidade da

emissão, conforme o § 1.º do art. 59. No caso, a Assembléia aprova a emissão, em tese, fixando as características básicas das debêntures, que estão elencadas nos números I a V do art. 59 da Lei. Cabe ao Conselho decidir qual o momento mais adequado para proceder à efetiva emissão e colocação das debêntures, tendo em vista as condições do mercado.

A delegação ao Conselho de Administração, na Cia. Aberta, da deliberação sobre o momento mais oportuno para proceder à efetiva criação e colocação dos papéis constitui praxe bastante comum, flexibilizando o processo decisório e permitindo à companhia escolher, com maior rapidez, qual o *timing* mais adequado para o sucesso da operação.

A possibilidade de delegação ao Conselho de Administração das deliberações acima referidas somente existe no caso de companhias abertas, sendo nula tal delegação na companhia fechada. Tratando-se de companhia aberta, a delegação é possível tanto no caso da colocação pública, realizada no mercado de capitais, como no caso da colocação privada, posto que genericamente autorizada, nos termos do § 1.º do art. 59.

5. Autonomia plena da companhia para emitir debêntures

Ao longo de sua existência, a companhia pode realizar o número de emissões de debêntures que considerar conveniente. Trata-se de decisão *interna corporis*, relativa ao grau de endividamento considerado adequado pelos acionistas e administradores. A companhia não pode, porém, emitir debêntures em valor total superior ao seu capital social (art. 60, *caput*). Tal limite pode ser excedido até alcançar: 80% do valor dos bens gravados, próprios ou de terceiros, tratando-se de debêntures com garantia

⁽⁴⁾ Heitor Gomes de Paiva. *O Código Penal de 1969 e as figuras penais de Direito Comercial*, Revista Forense, n. 232, p. 5 ss.

⁽⁵⁾ Nelson Eizirik. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro, Ed. Renovar, 1992, p. 13 ss.

real; 70% do valor contábil do ativo da companhia, diminuído de suas dívidas garantidas por direitos reais, tratando-se de debêntures com garantia flutuante (art. 60, § 1.º). Observados tais limites, deve ser enfatizado que inexistente qualquer possibilidade de controle, por parte da CVM ou do Poder Judiciário, sobre a quantidade de emissões de debêntures e sobre a oportunidade de seu lançamento. Não pode a CVM, mesmo no caso do lançamento público das debêntures, proceder a qualquer exame sobre o *mérito* do empreendimento econômico que a companhia deseja desenvolver com os recursos captados com a emissão dos títulos.

Assim, a companhia tem liberdade para proceder às emissões de debêntures que considerar convenientes. Não pode porém a companhia efetuar nova emissão *antes* de colocadas *todas* as debêntures de séries anteriormente emitidas, ou antes de canceladas as séries não colocadas (§ 3.º do art. 59).

6. Subscrição a vista ou parcelada

A subscrição pode ser realizada a vista ou parceladamente. No passado, entendia-se que o pagamento das debêntures deveria ocorrer obrigatoriamente a vista. Tal concepção decorria basicamente do fato de serem as debêntures títulos ao portador.⁶ Nesse sentido, o Decreto 177-A, de 1893, estabelecia, em seu art. 1.º, que *as companhias ou sociedades anônimas poderão emitir empréstimos ou obrigações ao portador (debêntures)*. Vedada a emissão de títulos ao portador, com o advento da Lei 8.021/90, ficando juridicamente impossível a emissão de debêntures ao portador, não há, em princípio, impedimento à colocação de debêntures nominativas ou escriturais com pagamento parcela-

do. Deve a companhia, porém, por razões de cautela, promover a transferência gradual da propriedade das debêntures, condicionando-a ao efetivo pagamento das parcelas por parte do adquirente.

Na prática, verifica-se que a CVM tem aceito, em emissões de debêntures divididas em séries, que o pagamento seja feito parceladamente. Assim, por exemplo, podem ser emitidas debêntures das séries A, B e C, integralizadas as da série A a vista, no ato da subscrição, e as demais em datas futuras, fixadas na escritura de emissão. Em emissões de debêntures destinadas ao financiamento de empreendimentos imobiliários (construção de *shopping centers*, hotéis, hospitais etc.) tem sido utilizado o expediente, plenamente lícito, de emitir-se várias séries de debêntures, cuja subscrição ocorre de forma vinculada ao cumprimento do cronograma de execução das obras.

7. Registro na CVM da emissão pública de debêntures

As debêntures, conforme a disposição do art. 2.º, I, da Lei 6.385/76, constituem valores mobiliários. Em nosso sistema legal, seguindo a orientação do direito societário francês,⁷ a expressão *valores mobiliários* apresenta uma feição mais estreita do que aquela de *securities* do direito norte-americano designando, conforme a Lei 6.385/76 e a regulamentação do mercado de capitais, os títulos emitidos por sociedades anônimas, ou representativos de direitos sobre tais títulos, passíveis de distribuição e negociação em massa, seja em Bolsa de Valores, seja no Mercado de Balcão.

⁽⁶⁾ Waldemar Ferreira, ob. cit. p. 194.

⁽⁷⁾ Veja-se, a propósito: Albert Rabut. *Le Droit de Bourses de Valeurs et des Agents de Change*. Paris, 1983, p. 30 ss.

Nos termos do art. 19, da Lei 6.385/76, que disciplina o mercado de capitais, toda e qualquer emissão pública de valores mobiliários deve ser registrada na Comissão de Valores Mobiliários, previamente à sua distribuição no mercado.⁸ Assim, a companhia, para proceder à emissão pública de debêntures, que constituem valores mobiliários para os efeitos da Lei 6.385/76, deve registrar a referida emissão na CVM. Nos termos expressos do art. 4.º, parágrafo único da Lei das S.A., somente os valores mobiliários das companhias registradas na CVM, ou seja, das companhias abertas, podem ser objeto de distribuição no mercado e de negociação em Bolsa de Valores e no Mercado de Balcão.

O registro da emissão pública de debêntures objetiva basicamente proteger os tomadores dos valores mobiliários, impondo à companhia a obrigação de prestar as informações previstas na lei e na regulamentação administrativa da CVM.

Nos termos da Lei 6.385/76 (art. 19, §§ 6.º e 7.º, e art. 20), cabe à CVM subordinar o registro de emissão de valores mobiliários à divulgação das informações necessárias à proteção dos investidores. Ou seja, considera-se, em nosso sistema legal, que a *transparência de informações* (o *disclosure* do direito norte-americano) constitui a melhor forma de se prevenir abusos e fraudes que poderiam ser cometidas contra os investidores.

O *disclosure*, com efeito, permite aos investidores do mercado, a partir da análise das informações, exercer um

verdadeiro *controle de qualidade* com relação às companhias abertas e aos valores mobiliários de sua emissão; ademais, a disponibilidade das informações relevantes sobre os negócios das companhias coloca os investidores em posição de relativo equilíbrio frente aos acionistas controladores e administradores da companhia.⁹

8. Poder vinculado da CVM para aprovar o registro

No Direito Comparado, assim como em nosso sistema legal, a atuação da entidade fiscalizadora do mercado de capitais concentra-se na promoção do processo de *disclosure*; assim, não se comete ao Estado o poder de aprovar ou recusar o registro de uma emissão pública de ações ou debêntures por razões de conveniência, oportunidade ou mérito do empreendimento econômico. O princípio básico da política de *disclosure* é de que o exame do mérito do empreendimento cabe unicamente aos investidores; uma vez convenientemente informados, podem decidir conscientemente se desejam ou não adquirir os valores mobiliários publicamente ofertados pela companhia.

O princípio do *disclosure*, como instrumento de proteção aos consumidores de produtos distribuídos em massa, como são os títulos vendidos no mercado de capitais, foi originalmente desenvolvido nos Estados Unidos. Já em 1914, o então Ministro da Suprema Corte daquele país, Louis D. Brandeis, pregava, para o mercado de capitais, uma regulamentação inspirada no *Pure Food Law*, nos termos da qual os fabricantes de alimentos ficavam obrigados a divulgar os

⁽⁸⁾ A Resolução n. 1.777, no Conselho Monetário Nacional, de 19/12/90, dispõe, no mesmo sentido, em seu art. 1.º que a *emissão de debêntures para subscrição pública, prevista no art. 52, da Lei 6.404, de 15.12.76, dependerá de prévia anuência da Comissão de Valores Mobiliários.*

⁽⁹⁾ Eddy Eymmersch. *L'Information Societaire*, in *Convegno Internazionale di Studi sull'Informazione Societaria*, Fondazione Giorgio Cini, Venezia, 1981, p. 14 ss.

ingredientes utilizados em seus produtos, possibilitando ao consumidor avaliar a sua qualidade. A legislação federal sobre títulos norte-americana, baixada inicialmente em 1933 e 1934, com a edição do *Securities Act* e do *Securities and Exchange Act*, incorporou o princípio do *disclosure* para as emissões de *securities* em âmbito interestadual, obrigando o emissor dos títulos a divulgar todas as informações relevantes, que permitissem aos investidores aquilatar o mérito do empreendimento. Tal legislação jamais conferiu à *Securities and Exchange Commission* (entidade fiscalizadora do mercado, na qual inspirou-se o legislador brasileiro para criar a Comissão de Valores Mobiliários) o poder de examinar a qualidade dos títulos ofertados publicamente aos investidores. Conforme referido, ainda que não pudesse a legislação sobre títulos retirar do cidadão o seu *inalianable right to make a fool of himself* (ou seja, seu direito analinável de fazer bobagens), deveria ela, por outro lado, voltar-se para *preventing others from making a fool of him* (isto é, evitar que o fizessem de bobo).¹⁰

Entre nós, da mesma forma, não compete à CVM realizar qualquer exame sobre a qualidade dos títulos ofertados, sobre a empresa emissora, ou mesmo sobre a conveniência da emissão pública. A única hipótese de exame de mérito da emissão por parte da CVM é aquela prevista no art. 82 da Lei das S.A., relativo à constituição da companhia mediante subscrição pública de ações, de raríssima ocorrência na prática.

Assim, por ocasião da emissão pública de debêntures, a CVM não pode entrar no exame do mérito dos títulos, nem da qualidade da companhia, nem da conveniência da colocação pública.

A CVM pode indeferir o pedido de registro da emissão pública apenas nas seguintes hipóteses: 1. caso a companhia não apresente as informações consideradas necessárias à correta avaliação, por parte dos investidores, sobre o mérito do empreendimento, as quais estão minuciosamente descritas nas normas administrativas baixadas pela CVM, ou caso a companhia apresente tais informações de maneira incompleta ou insatisfatória (Instrução CVM n. 13/80, Anexo I); 2. caso o estatuto social da companhia contenha dispositivos ilegais, ou os atos societários que precederam a emissão sejam irregulares ou viciados. Em tais hipóteses, o deferimento do pedido de registro é condicionado ao atendimento das exigências formuladas pela CVM, inclusive quanto às necessárias alterações no Estatuto Social da companhia para adaptá-lo à lei (Instrução CVM n. 13/80, art. 13, b).

O ato da CVM de aprovar ou desaprová-lo o pedido de emissão pública de debêntures (ou de ações) é necessariamente *vinculado*, uma vez que a lei e a regulamentação administrativa estabelecem os requisitos e as condições para a sua prática. Não há no caso poder discricionário da CVM; não pode esta autarquia indeferir o pedido de registro da emissão por razões de conveniência ou de oportunidade. O eventual indeferimento do pedido de registro de emissão deve necessariamente ser fundamentado, podendo ocorrer apenas nas hipóteses em que as informações prestadas pela companhia sejam incompletas, omissas ou falsas, ou ainda caso se verifiquem irregularidades nos atos societários ou no estatuto da companhia. Se a CVM nega o registro de emissão alegando que o momento não é o mais adequado, ou que o empreendimento econômico que a empresa deseja financiar é inviável, caracteriza-se o abuso de autoridade, ficando comprometida a

⁽¹⁰⁾ Lous Loss. *Securities Regulation*. Boston, Little Brown and Company, 1961, p. 128.

eficácia de seu ato e cabendo ao Poder Judiciário decretar a sua nulidade.

9. Caracterização legal da emissão pública de debêntures

A diferenciação entre a emissão privada e a emissão pública de valores mobiliários não foi fixada de maneira sistemática e precisa em nossa legislação.

Na realidade, a Lei 6.385/76, ao invés de estabelecer uma distinção conceitual entre a emissão privada e a emissão pública de valores mobiliários limitou-se a enunciar algumas hipóteses em que se caracteriza esta última, repetindo, aliás, as confusões terminológicas existentes na vigência do § 2.º, do art. 16, da Lei 4.728/65, que regulava a matéria até o advento da Lei 6.385/76.¹¹

Nos termos do § 3.º, do art. 19, da Lei 6.385/76, caracterizam a emissão pública de valores mobiliários: 1. a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; 2. a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos, por meio de empregados, agentes ou corretores; 3. a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

A caracterização de uma emissão como pública ou privada, conforme a doutrina, deve levar em consideração três elementos básicos: 1. o ofertante; 2. os destinatários da oferta; 3. os meios utilizados pelo ofertante para a colocação dos títulos.¹²

Com relação aos meios utilizados pelo emissor, verifica-se que foram eles elencados no § 3.º do art. 19 da Lei 6.385/76. Assim, caracterizam a emissão pública: 1. a utilização de listas ou boletins de subscrição, folhetos, prospectos e outros documentos de publicidade, bem como anúncios destinados ao público, por intermédio da imprensa; 2. a procura dos subscritores realizada por empregados do emissor ou por agentes ou corretores contratados pelo emissor; 3. a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, desde que precedida da utilização, pelo ofertante, de serviços públicos de comunicação.

Os meios utilizados pela emissora para a colocação dos papéis, que caracterizam a emissão como pública, estão elencados *exemplificativamente* no § 3.º do art. 19, da Lei 6.385/76. Quaisquer outros instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não estejam individualizados os ofertados, podem também ser considerados como caracterizadores da emissão pública.

O ofertante é, em regra, a companhia emissora dos títulos. Também são considerados ofertantes as pessoas físicas (como os agentes autônomos de investimentos) ou jurídicas (como as instituições financeiras aptas a atuarem como *underwriters*) contratadas pela emissora para venderem os valores mobiliários ao público.

Equiparam-se à companhia emissora, nos termos do § 2.º, do art. 19, da Lei 6.385/76: 1. o acionista controlador da companhia, ou pessoa por ele controlada; 2. o co-obrigado nos títulos; 3. as instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobi-

⁽¹¹⁾ Sobre a matéria: Ariadna Bohomoletz Gaal. *Da Caracterização da Emissão Pública de Valores Mobiliários: uma análise comparativa*. Rio de Janeiro, 1982, Dissertação de Mestrado para o Departamento de Ciências Jurídicas da PUC-RJ.

⁽¹²⁾ Samuel F. Linares Bretón. *Operaciones de Bosa*. Buenos Aires, Depalma, 1980, p. 53;

Nelson Eizirik. *Aspectos Modernos do Direito Societário*, cit. p. 15; *Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, v. 83, p. 55.

liários; 4. qualquer pessoa que tenha subscrito os valores mobiliários para o fim de colocá-los no mercado.

Já os destinatários da oferta constituem o elemento decisivo para a caracterização da emissão como pública ou privada. Com efeito, para distinguir-se a emissão privada da pública, deve-se analisar a situação dos destinatários da oferta, tendo em vista quatro elementos essenciais: 1. o fato de serem eles, por ocasião do lançamento da oferta, pessoas indeterminadas; 2. o fato de inexistirem vínculos entre eles e a emissora; 3. a sua qualificação como investidores sofisticados ou não; 4. o acesso que têm às informações sobre a emissora, independentemente do registro na CVM.

Inicialmente, considera-se que um dos traços caracterizadores da oferta pública é o fato de ser ela dirigida a pessoas indeterminadas, ou seja, não individualizadas.¹³ Quando a oferta é realizada, há uma indeterminação dos destinatários, qualquer pessoa podendo aceitá-la; na emissão pública existe, por definição, oferta dirigida à generalidade dos indivíduos.

No caso da emissão pública, em segundo lugar, inexistem quaisquer vínculos entre a companhia emissora e os destinatários da oferta. Quando a subscrição dos valores mobiliários decorre do exercício do direito de preferência (subscrição de ações ou debêntures conversíveis em ações por acionistas da companhia) não se pode cogitar de emissão pública, dado o relacionamento já existente entre a emissora e os subscritores, sendo, portanto, desnecessário o registro na CVM.¹⁴

Além dos dois elementos anteriormente mencionados, há que se perquirir sobre a qualificação dos ofertados. Considera-se que podem ser entendidas como privadas aquelas emissões que são colocadas apenas junto a investidores sofisticados, com elevado *poder de barganha* frente à emissora e plenamente capazes de assumirem conscientemente os riscos do empreendimento. Assim, vendas realizadas unicamente para um reduzido número de investidores institucionais ou instituições financeiras, altamente sofisticados, que podem até mesmo condicionar a subscrição dos títulos a eventuais modificações nas condições originalmente planejadas pela emissora, devem ser consideradas emissões privadas, ainda que nelas presentes os meios de colocação elencados no § 3.º, do art. 19, da Lei 6.385/76.

Deve também ser considerada como privada, dispensado conseqüentemente o registro na CVM, a emissão na qual os destinatários têm acesso a informações do mesmo tipo que teriam caso a emissão fosse objeto de registro. Como o registro tem uma natureza basicamente *instrumental*, se os investidores estão de posse de informações que lhes permitem uma tomada de decisão consciente, não há porque obrigar-se a emissora a proceder ao registro na autoridade governamental, com custos desnecessários.¹⁵

10. Taxa de registro da emissão pública de debêntures

Nos termos do art. 1.º, da Lei n. 7.940, de 20.12.89, foi instituída a Taxa de fiscalização do mercado de valores mobiliários. Dispõe o art. 2.º da mesma Lei que constitui fato gerador da Taxa

⁽¹³⁾ Modesto Carvalhosa. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979, p. 23.

⁽¹⁴⁾ Parecer da Superintendência Jurídica da CVM n. 005/86; Nota Explicativa CVM n. 19/80

⁽¹⁵⁾ Carl Schneider. *The Statutory Law of Private Placements*. The Review of Securities Regulation, v. 14, 1981.

de Fiscalização o exercício do poder de polícia atribuído à CVM.

São considerados contribuintes da Taxa de Fiscalização as pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição do mercado de valores mobiliários, as companhias abertas, os fundos e as sociedades de investimento, os administradores de carteiras e depósitos de valores mobiliários, os auditores independentes, os consultores e analistas de valores mobiliários e as sociedades beneficiárias de recursos fiscais obrigadas a registro na CVM (Lei 7.940, art. 3.º).

Trata-se, a taxa de fiscalização, de instrumento legítimo, visando dotar a CVM dos recursos necessários ao pleno desempenho de suas funções de regulação do mercado de valores mobiliários. Vale notar, a propósito, que, em princípio, a doutrina considera plenamente válida a cobrança de taxas pelo exercício, por parte da autoridade administrativa, do seu poder de polícia.¹⁶

A jurisprudência de nossos tribunais vem igualmente considerando válida a cobrança da taxa de fiscalização instituída pela Lei 7.940/89, uma vez que não estaria caracterizada qualquer violação ao art. 77 do Código Tributário Nacional e ao art. 145, § 2.º da Constituição Federal.¹⁷

11. Consequências da falta de registro na CVM

Caracterizada determinada emissão de debêntures como pública, deve ser ela

necessariamente registrada na CVM, ocasião em que serão prestadas e colocadas à disposição do público investidor todas as informações relevantes, na forma da regulamentação administrativa.

Se a emissão pública não for registrada, a CVM pode determinar a sua suspensão. Idêntica providência pode ser adotada pela CVM na hipótese em que, embora registrada a emissão, seja ela fraudulenta ou ilegal, ou ainda estejam a oferta, a promoção e os anúncios publicitários ocorrendo em condições diversas daquelas constantes do registro (Lei 6.385/76, art. 20).

Os efeitos da suspensão determinada pela CVM operam *ex tunc*, ocasionando a ineficácia dos atos de distribuição pública dos títulos, desde o seu início. Tratando-se de emissão pública *sem* o necessário registro na CVM entende-se que o ato da subscrição é nulo. A nulidade, no caso, decorre da preterição de formalidade essencial — o registro na CVM — à realização de uma oferta pública de títulos no mercado de capitais, com a captação da poupança popular.¹⁸

Caracterizada a emissão pública sem registro, a CVM pode determinar a instauração de inquérito administrativo para apurar a responsabilidade disciplinar das pessoas envolvidas, como os administradores e acionista controlador da companhia, instituições *underwriters* etc.

12. Participação obrigatória de instituição financeira *underwriter* na emissão pública

Nenhuma emissão pública de debêntures pode ser realizada *sem* a participação de uma instituição financeira atuando como *underwriter*. Conforme as disposições dos arts. 82 e 176, § 5.º, da

⁽¹⁶⁾ Hely Lopes Meirelles. *Finanças Municipais*. São Paulo, RT, 1979, p. 12.

⁽¹⁷⁾ Tribunal Federal da 5.ª Região, Apelação em Mandado de Segurança n. 5.585, julgada em 31.3.92; Tribunal Regional Federal da 5.ª Região, apelação em Mandado de Segurança n. 2.367, julgada em 29.2.92; Tribunal Federal Regional da 5ª Região, Apelação em Mandado de Segurança n. 2.893, julgada em 6.7.91.

⁽¹⁸⁾ Parecer n. 88/79, da Superintendência Jurídica da CVM.

Lei das S.A. a emissão pública de valores mobiliários deve ser necessariamente realizada com a intermediação de instituição financeira.

Vale observar, a propósito, que, nos termos da regulamentação vigente, as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central somente podem subscrever, adquirir ou intermediar debêntures destinadas à subscrição pública. Excepciona-se da regra a subscrição de debêntures conversíveis em ações decorrentes do exercício do direito de preferência.¹⁹

Estão habilitadas a atuar como *underwriters* as instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, nos termos dos arts. 15 e 19, § 4.º, da Lei 6.385/76 e do art. 8.º da Instrução CVM n. 13/80, e que são: os bancos de investimentos; os bancos múltiplos com carteira de investimentos; as sociedades corretoras; e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

O contrato de *underwriting* pode ser firmado com uma ou com várias instituições financeiras. Na segunda hipótese caracteriza-se o consórcio de *underwriters*, aplicando-se, conseqüentemente, as disposições constantes nos arts. 278 e 279 da Lei das S.A.²⁰

Há três modalidades de *underwriting*, tendo em vista as obrigações assumidas pela instituição financeira: a) firme; b) com garantia de sobras; c) de melhor esforço.

No *underwriting firme* (*straight*, ou *com garantia de subscrição total*) a instituição financeira compromete-se a subscrever todos os valores mobiliários emitidos pela companhia para posteriormente vendê-los ao público. No caso, o

underwriter assume o risco integral da colocação; com efeito, subscreve os títulos, paga à companhia o seu valor e depois passa a colocá-los no mercado.

No *underwriting com garantia de sobras* (*stand by* ou *residual*) a instituição financeira assume a obrigação de subscrever as sobras, após a colocação dos títulos no mercado. No caso, o *underwriter* realiza um esforço de venda dos papéis, subscrevendo posteriormente aqueles que não foram adquiridos pelo público.

Já no *underwriting de melhor esforço* (*best effort*) a instituição financeira não garante a subscrição dos títulos emitidos pela companhia. Com efeito, compromete-se apenas a realizar seus melhores esforços para vender os papéis junto ao público, não tendo a obrigação de adquiri-los no caso de insucesso da colocação. Trata-se, assim, o “*underwriting*” de melhor esforço, de um mero contrato de distribuição dos títulos, conforme referido doutrinariamente,²¹ agindo o *underwriter* não como garantidor, mas como mandatário da companhia emissora.²²

Nos dois primeiros casos — com garantia firme e com garantia residual — a obrigação do *underwriter* tipicamente é *de resultado*, na medida em que existe, para o credor da prestação (a companhia emissora) a certeza de que os títulos serão todos subscritos, ou pela instituição financeira ou pelo público. O *underwriter* está, assim, comprometido com o resultado da operação, ou seja, com a efetiva subscrição da totalidade da emissão. Já no *underwriting* de melhor esforço a obrigação do *underwriter* ante

(19) Resolução n. 1.777, do Conselho Monetário Nacional, de 19.12.90, art. 3.º.

(20) Nelson Eizirik. *Aspectos Jurídicos do Underwriting*. Revista de Direito Mercantil, n. 66, p. 19.

(21) Modesto Carvalhosa. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo, Saraiva, v. 5, p. 300.

(22) George Ripert. *Traité Élémentaire de Droit Commercial*. 7.ª e., por René Roblot, Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1973, v. II, p. 20.

a companhia emissora é *de meio*, uma vez que não se compromete com o sucesso da operação, ou seja, com a efetiva subscrição de todos os títulos.²³

13. Distribuição secundária de debêntures

Seguindo o exemplo da legislação federal sobre títulos norte-americana,²⁴ a regulamentação administrativa da CVM disciplinou as chamadas *distribuições secundárias* de valores mobiliários.

Com efeito, conforme a Nota Explicativa CVM n. 88, de 3.11.88, a distribuição de valores mobiliários pode ser *primária* ou *secundária*. Na distribuição primária ocorre a criação de títulos novos (debêntures, ações, bônus de subscrição etc.), destinando-se os recursos obtidos à companhia emissora. Já a distribuição secundária apresenta características diversas, uma vez que: a) não há destinação de recursos para a companhia, uma vez que os títulos foram objeto de emissão no passado; b) os valores mobiliários não estão em negociação no mercado, posto que trata-se de um bloco que permanece nas mãos de intermediários financeiros, do acionista controlador ou mesmo de investidores.

Como a recolocação no mercado de uma quantidade significativa de tais títulos, emitidos no passado, pode ocasionar uma alteração nas condições normais de preço, a CVM, nos termos da sua Instrução n. 88, de 3.11.88, exige o seu prévio registro, com a conseqüente prestação de informações que permitam aos investidores avaliar os riscos da transação.

A regulamentação exige o prévio registro na CVM de distribuição pública que envolva a venda, promessa de venda, oferta à venda ou aceitação do pedido de venda, dentre outros títulos, de debêntures emitidas por companhias fechadas, que estejam em tesouraria ou pertençam ao acionista controlador ou pessoas equiparadas e que venham a ser distribuídos ao público subseqüentemente ao processo de registro, na CVM, da companhia emissora.

É igualmente considerada distribuição secundária, sujeita portanto ao prévio registro na CVM, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou aceitação do pedido de venda de debêntures já emitidas por companhia aberta mediante subscrição particular, por quem quer que pretenda distribuí-las publicamente (Instrução CVM n. 88/88, art. 2.º, II e III).

14. Negociação das debêntures no mercado

Constituindo valores mobiliários, as debêntures, uma vez registradas na CVM, podem ser objeto de livre e irrestrita negociação no mercado de capitais.²⁵

O mercado de debêntures, primário e secundário, é constituído predominantemente por investidores institucionais, notadamente pelos fundos fechados de previdência privada (os *fundos de pensão*); com efeito, não é muito expressivo o número de investidores individuais ativos nesse mercado.

Embora a Lei das S.A. mencione expressamente a possibilidade de serem

⁽²³⁾ Nelson Eirizik. *Aspectos Jurídicos do Underwriting*, cit.

⁽²⁴⁾ Louis Loss. *Fundamentals of Securities Regulation*. Boston, Little Brown and Company, 1988, p. 353 ss.

⁽²⁵⁾ Até o ano de 1990 era permitida a utilização de debêntures como lastro para a realização de operações compromissadas no mercado aberto (*open market*). A Circular n. 1.773, de 10.7.90, do Banco Central, vedou a realização de operações compromissadas tendo por objeto debêntures emitidas a partir daquela data.

as debêntures negociadas em Bolsa de Valores (art. 55, § 1.º; art. 60, § 3.º; art. 61, § 3.º; art. 67, parágrafo único)²⁶ na prática do mercado brasileiro não ocorrem transações de compra e venda de debêntures nas Bolsas. Com efeito, tais títulos são, entre nós, negociados no Mercado de Balcão, que constitui um mercado secundário de valores mobiliários, em que as transações são realizadas *fora* das Bolsas de Valores, mas intermediadas por instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição, nos termos do art. 21, § 4.º da Lei 6.385/76.

A negociação das debêntures no mercado ocorre basicamente no Sistema Nacional de Debêntures — SND. Trata-se de um sistema automatizado de negociação, custódia e liquidação financeira de debêntures, que funciona, em termos nacionais, através da rede de terminais de computadores da CETIP — Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos e é administrado pela ANDIMA — Associação Nacional de Instituições do Mercado Aberto.

O Sistema de Distribuição de Títulos — SDT, também administrado pela ANDIMA, permite a colocação de debêntures no mercado primário, mediante o processamento eletrônico das operações.

Os referidos sistemas — SND e SDT — proporcionaram, a partir de sua

implementação, ocorrida em 1988, maior segurança às negociações com debêntures, tanto no mercado primário como no mercado secundário. O SDT simplificou o processo de colocação primária de debêntures, permitindo a liquidação financeira das operações via reserva bancária das instituições financeiras participantes, sem a necessidade de assinatura de cheques e preenchimento de boletins de subscrição, os quais são emitidos automaticamente pelo próprio Sistema. No SND são negociadas as debêntures via computador, além de processados automaticamente todos os eventos relativos às debêntures registradas no Sistema (pagamento de juros, repactuação, resgate, etc.), sendo os recursos creditados ou debitados diretamente na conta dos participantes.²⁷

Os sistemas SND e SDT são disciplinados mediante normas de autorregulação, de conteúdo corporativo, contidas nos respectivos Regulamentos de Operações. Embora não exista tratamento legislativo a respeito do seu funcionamento, o SND foi oficialmente reconhecido pelas autoridades fiscais e monetárias, com a edição da Instrução Normativa n. 56, de 6.4.88, da Secretaria da Receita Federal, e da Resolução n. 1.883, de 26.6.91, do Conselho Monetário Nacional.

(26) A regulamentação administrativa da CVM admite, presentemente, nos termos da instrução n. 193/92, a utilização de debêntures conversíveis em ações como ativo referencial para negociação no mercado de opções, desde que sejam emitidas por empresas registradas em Bolsa e cujas ações apresentem elevado grau de liquidez no mercado a vista.

(27) Até abril de 1993 haviam sido registradas no SND 155 emissões de debêntures, no valor total acumulado de cerca de 6.5 bilhões de dólares norte-americanos, o que significou um crescimento do mercado de debêntures de 3.000% de junho de 1988 a abril de 1993. (Cf. dados do *Caderno de Debêntures*, publicado pela ANDIMA.)

OS DÉBITOS TRIBUTÁRIOS DAS EMPRESAS. RESPONSABILIDADE DE DIRETORES, SÓCIOS-GERENTES E CONTROLADORES

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA

A obrigação tributária, quaisquer que sejam suas peculiaridades, se subsume, no que lhe é essencial, no modelo típico do vínculo obrigacional, que vem do Direito Civil.

Assim, ali convivem, como elementos essenciais, tais como decodificados pelos estudiosos como Antunes Varella ("Direito das obrigações", Forense, 1.^a ed., p. 57), a relação jurídica, o sujeito ativo (credor), o sujeito passivo (devedor) e a prestação.

Existe, pois, na estrutura da obrigação tributária, uma relação jurídica, derivada da lei, de sujeição de cada contribuinte (sujeito passivo) perante o Fisco (sujeito ativo) demandando o pagamento do tributo (prestação).

Em relação às pessoas jurídicas, e à vista do princípio essencial que norteia a existência no campo do Direito desses entes abstratos, o que se segue obviamente é que cada uma delas, por si só, responde pelo cumprimento de suas obrigações tributárias, a menos que se cuide de sociedade de responsabilidade ilimitada, hipótese em que seus sócios ficam, por conceito, envolvidos subsidiariamente pelos débitos, quaisquer débitos, da empresa, tributários, comerciais, previdenciários, trabalhistas etc.

É assim que, diante dos princípios basilares que informam a limitação de responsabilidades dos acionistas na sociedade anônima (e o limite aqui é o valor de integralização de suas ações) ou dos quotistas nas sociedades por

cotas (e o teto aqui é o valor total do capital, se não integralizado), se qualquer empresa, no exemplo desses dois tipos societários hoje maciçamente prevalentes na nossa ordem, encontra-se em estado de insolvência, acarretando o não-pagamento de seus débitos tributários, a seus sócios ou acionistas não se repassa, a princípio, a responsabilização por esses débitos em aberto.

E, no entanto, o próprio Código Tributário Nacional traz a disposição do seu art. 128, segundo o qual a lei pode atribuir a responsabilidade pelo débito tributário a uma terceira pessoa.

Naturalmente que, como se deduz dos princípios mais elementares de direito e ainda do trivial bom-senso, para que tal responsabilidade de uma certa pessoa, possa ser imputada a terceiro, tudo dependerá (a) de lei expressa, (b) de vinculação desse terceiro ao fato gerador do débito.

Pois que não teria cabimento algum, em qualquer ordem jurídica moderna, que se deferisse a alguém totalmente estranho aos fatos o dever de responder pelos ônus tributários de outra pessoa, nascidos da ocorrência daqueles fatos, como ensina, aliás, Carlos Rocha Guimarães, "in" "Rev. de Direito Tributário" n. 35, p. 94 ss.:

"Mas a lei evidentemente não pode atribuir o ônus de recolhimento do tributo a terceiro arbitrariamente".

É assim que o próprio CTN passa a especificar hipóteses dessa responsabili-

zação tributária extensiva, transbordante da pessoa originalmente devedora, agrupando-as ou como “responsabilidade dos sucessores” (arts. 129 a 133), ou como, mais simplesmente, “responsabilidade de terceiros” (arts. 134 e 135).

Ali se incluem as hipóteses de impostos sobre a propriedade, domínio útil ou a posse de bens imóveis, cujas respectivas obrigações tributárias são tipificadas como *propter rem*, aderentes ao bem, e assim extensivas aos sucessores na titularidade dominial sobre tais bens.

Essa mesma qualificação de *obligatio propter rem* é deferida no art. 131, I, àquelas pertinentes aos tributos sobre bens adquiridos ou remidos, extensivas pois aos adquirentes ou remitentes.

Já cuidando da sucessão pessoal, e não real, o CTN prevê (art. 131, II e III) a responsabilidade dos herdeiros, legatários, meeiros e do próprio espólio, aí sempre sob o limite do valor do espólio.

A sucessão empresarial também é contemplada, ou provendo o dever das empresas resultantes de fusão, incorporação, transformação — e mesmo cisão — de outra, pelos débitos tributários de suas antecessoras, ou determinando tal ônus à sociedade ou pessoa física que adquirir o fundo de comércio ou estabelecimento de outra, e continuar igual atividade, mesmo sob outra denominação (art. 133).

São até aqui hipóteses muito estritas, onde a vinculação do terceiro ao fato gerador daqueles débitos tributários decorre da sua aquisição por compra, por doação, ou até por sucessão hereditária, de determinados bens, de certas empresas, de certos aviamentos comerciais, que trazem assim, por expressa criação legal, embutidos em si, onerações fiscais flutuantes que naturalmente se limitam ao valor desses próprios bens ou direitos e dali não podem passar.

Já no art. 134 o código nomeia casos típicos de responsabilização subsidiária,

se o devedor principal se vir insolvente, como a dos pais pelos tributos devidos pelos filhos, o inventariante pelos do espólio, o síndico e o comissário pelas obrigações tributárias da massa falida ou do concordatário etc., terminando pela responsabilização dos sócios “no caso da liquidação de sociedade de pessoas”.

O que se vê aí são hipóteses diversas, já visivelmente desvinculadas de qualquer limitação quantitativa — ao contrário daquelas anteriores — pois que pais, tutores, inventariantes etc., respondem ilimitadamente pelos débitos de outros (filhos, tutelados), espólio, mas também hipóteses todas centradas em condições especialíssimas que demandam um vínculo todo particular entre os devedores originais e os devedores adventícios, vínculos que sinalizam para uma dependência ou um controle extremos, de uns perante outros.

O único caso, ali, distinto dessa peculiaridade, é o da responsabilização dos sócios (art. 134, VII) pelas dívidas da sociedade de pessoas, em caso de sua liquidação, mas esse é o campo das sociedades onde há, por conceito, ilimitação de responsabilidade dos sócios por qualquer espécie de dívidas da pessoa jurídica.

As sociedades de capitais, aquelas que modernamente prevalecem, onde seus sócios ou acionistas aparecem de modo abstrato e distante da pessoa jurídica, com esta não se confundindo, nem a termos de responsabilização subsidiária, estas só começam a encontrar alguma interferência das normas do CTN no dispositivo do art. 135, III, onde a seus diretores, gerentes ou representantes, se aplica a responsabilização pessoal pelos débitos tributários decorrentes de “atos praticados com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatutos”.

Queremos afastar desde logo entendimentos como os de Carlos Rocha Guimarães (“Rev. Dir. Trib.”, n. 35, p.

94) pretendendo que também o art. 134, III, do CTN se aplicaria igualmente aos diretores de empresa, por serem eles administradores de bens de terceiros.

Essa concepção peca por afrontar desde o início o próprio conceito da pessoa jurídica e de seus diretores, pois estes não são em rigor jurídico, como administradores, terceiros em relação a ela, *mas são os seus próprios órgãos exteriorizadores de sua vontade*, os “presentantes” do ente abstrato, societário, como queria Pontes de Miranda.

Assim, o art. 134, III, se destina e objetiva aos gestores comuns de bens de terceiros, pelas vias contratuais de uso, donde sua responsabilização objetiva, independente de culpa, pelos tributos imputáveis a esses representados.

O absurdo seria, com desvio de apropriação técnico-jurídica, extrapolar esse preceito aos diretores de sociedades, deferindo-lhes responsabilização, sem culpa, sem desvio de poder, sem infração legal, pelos ônus tributários da empresa.

Definitivamente, pois, é apenas no art. 135, III, que o CTN concede trato à responsabilidade dos diretores de sociedades, e aí se demanda para tal as condições necessárias referidas no *caput* do artigo.

A esse respeito, a principal questão se circunscreve à efetiva determinação do que representa a infração legal, uma das condições que a lei estabeleceu para que surja a responsabilidade do diretor, gerente ou representante.

Sim, porque mais fácil será se delimitar onde há a prática de atos com excesso de poderes, ou afronta aos estatutos ou ao contrato social, pelos termos necessariamente definidores desses atos societários, onde se fixa até onde os representantes das pessoas jurídicas podem agir.

Mas, “atos praticados” com “infração de lei”, já é um conceito delimitador um tanto difuso, que precisa ser entendido,

pois, para sua real compreensão, dentro do contexto axiológico daquela norma, ou seja, qual o padrão de comportamento do diretor, gerente ou representante que a lei quis categorizar como gravemente ofensivo à ordem tributária, de um modo tal que se desconsiderasse a pessoa jurídica e se o atingisse pessoalmente.

A imediata pergunta que decorre dessa normatividade é se o não-pagamento, a falta de recolhimento dos tributos devidos, a inadimplência da sociedade na satisfação de suas obrigações de pagamento de tributos configura uma “infração legal”, de modo a acarretar a responsabilização dos diretores ou gerentes ou representantes.

É por isso que falamos acima na vagueza da expressão “infração legal”, pois que, em extremo rigor, não pagar um débito fiscal na data devida, é um descumprimento, e pois uma infração, à lei que assim determina. Mas, não pagar uma obrigação comercial qualquer no seu vencimento também é uma ofensa à lei, em sentido lato, com todo ato não cumpridor de ditames legais ou obrigacionais é infrator da lei, até do princípio genérico que determina cumprimento das obrigações.

É então que vemos como contemplado nessa norma matriz do art. 135, do CTN o princípio de que, a infração à lei que configure um “ato ilícito” estrito senso, esta sim qualifica e proporciona a responsabilidade dos diretores, gerentes e representantes.

Pois de outra forma teríamos desaparecido a natureza das sociedades de responsabilidade limitada, e a distinção arcaica, clássica, entre a pessoa jurídica e as pessoas físicas que a compõem e a dirigem, pois que o simples não-pagamento de débitos, tributários e outros da sociedade, configura um deslize comercial, mas não propriamente um ilícito, e suas seqüelas ficam, pois, limitadas à própria pessoa jurídica.

Assim entende Hugo de Brito Machado ("Curso de Direito Tributário", 10.^a ed., p. 110/111), ou ainda, Elcio Reis *in* Revista de Direito Tributário", n. 7/8, p. 269 ss.

"A possível responsabilidade dos sócios-gerentes e diretores pelo não-cumprimento de dispositivos de leis, que importem em débito da sociedade para com o poder público não resulta nem se confunde com a impossibilidade da sociedade pagar devido à sua insolvência, mas é necessário demonstrar e convencer que o sócio contribuiu pessoal e dolosamente para a violação da lei em prejuízo de terceiro".

O Dr. Alberto Nogueira, Procurador da Fazenda Nacional, em artigo publicado na Rev. de Dir. Adm. n. 4, p. 77, ensina sobre a responsabilidade dos administradores, prevista no art. 135, III, do CTN que ele tipifica como "responsabilidade subsidiária especial":

"Na configuração dessas circunstâncias fáticas, tornar-se-ia indispensável a presença do elemento subjetivo, pois a simples falta de recolhimento do tributo, quando não dolosa, por si só, não deve ser entendida como infração à lei".

Já observamos alguma vacilação jurisprudencial a respeito, mas cremos que de tempos para cá firmou-se a tendência de restringir essa responsabilização a hipóteses de ilícitos tributários, tais como fraudes ou sonegação.

Veja-se os acórdãos abaixo:

"É de jurisprudência pacífica do STF que não responde o sócio pelas obrigações de natureza fiscal da sociedade por cotas de responsabilidade limitada sem a prova de que tenha ele praticado ou participado de ato prejudicial à Fazenda Pública, com infração de lei ou do contrato social, o que não se presume pela simples dissolução da entidade; impõe-se, nesse caso, a prova idônea daqueles pressupostos" (TJMG, Ac. un. da 3.^a C., em 8.10.81, Ap. 55.583, ADV n. 3.443). Confirmaram-se, sobre o tema,

os julgados estampados na ADV/81, n. 14, 189, 310, 1.041, 1.042, 1.275, 1.380, 1.381, 1.497, 1.498 e 2.222 a 2.448.

"Os bens particulares do sócio, ainda que gerente, não respondem pelas obrigações da sociedade se não foi feita a prova de que ele interveio culposamente para a prática do ilícito tributário." (TJRJ, Ac. un. da 2.^a C. Civ., reg. em 1.7.81, Ap. 12.925, ADV n. 4.475).

"Os bens particulares dos sócios da sociedade por cotas de responsabilidade limitada ordinariamente não respondem pelas dívidas sociais, salvo se, em sendo eles gerentes, se houverem conduzido com excesso de poderes, com violação da lei, do contrato ou do estatuto; por isso, não se justifica também a penhora sobre tais bens" (TJMS, Ac. un. da T. Civ., em 10.5.82, AI 386/82, ADV n. 6.562).

"Sem prévia demonstração, em processo judicial ou administrativo, de que ocorreu ato irregular do sócio, não pode este ter seus bens penhorados em processo de execução contra a sociedade" (TJSP, Ac. da 12.^a C. Civ., em 31.8.82, AI 46.508-2, ADV n. 7.181).

Contudo, verifica-se que algumas decisões, como a do STF, pela sua 2.^a T., em 10.11.83, publicada na RTJ n. 106/878, sendo relator o Min. Francisco Rezek, proclamou que essa responsabilização dos diretores, gerentes ou representantes, pela própria previsão no CTN, já os coloca como réus na execução fiscal, à vista do art. 568, V, do CPC, cabendo a eles, no foro da execução, no ensejo dos embargos, discutir a "verificação de ocorrência inequívoca das circunstâncias de fato, aludidas no art. 135, *caput*, do CTN".

O que temos notado em decisões como essa, do STF, é que se admite a citação, o chamamento a juízo, dos diretores, gerentes e representantes, mesmo sem terem sido eles previamente figurados no procedimento administrativo e nem sequer constado da certidão

de dívida ativa, abrindo-se-lhes ensejo para provarem ausência de atos ilícitos somente no corpo dos embargos, o que de toda forma envolve uma inversão clara e insustentável do ônus da prova, por isso que não existe responsabilidade, nem culpa, presumida, nessas hipóteses acima, devendo o credor estatal, ele sim, fundamentar a prática de ato ilícito pelos responsabilizados.

Esse o ensinamento do Dr. Alberto Nogueira, Procurador da Fazenda (ob. cit., p. 77):

“A responsabilidade (subsidiária) especial do administrador, estando condicionada à incapacidade econômica ou a inidoneidade econômica ou financeira do principal obrigado, será ela apurada e determinada na via administrativa. Significa isso que a responsabilidade, embora determinada na via administrativa, possa vir a ser descaracterizada na via judicial, cabendo ao interessado o ônus da prova.

Em outras palavras, o responsável subsidiário especial deveria apontar as falhas e os vícios ocorridos no processo administrativo, com o objetivo de demonstrar a ausência dos pressupostos legais que sirvam de base para a exigência administrativa”.

Ou também Carlos da Rocha Guimarães (ob. cit., p. 94):

“O problema é saber se, numa ação iniciada contra o contribuinte (devedor), pode a certidão de dívida ser emendada ou substituída (art. 2.º, § 8.º, da Lei 6.830) para o fim de prosseguir contra o dirigente responsável pelo débito.

A nosso ver, essa emenda ou substituição, para efeito de inclusão do nome do dirigente como responsável pelo débito, só pode ser feita se o dirigente tiver sido intimado, como responsável, na fase administrativa.

Sem que essa providência tenha sido tomado, estar-se-ia, com a emenda ou substituição da certidão, eliminando uma

etapa no exercício do direito de defesa do dirigente”.

Sim, o art. 568, V, do CPC, define como sujeito passivo na execução, “o responsável tributário, assim definido na legislação própria”.

Tal será o caso dos pais, pelos tributos dos filhos menores, ou do inventariante pelos encargos tributários do espólio, como já vimos. Mas aí a lei tributária, o CTN, é simples e direta, concedendo-lhes *tout court*, tal responsabilização, sem outras demandas tipológicas. Ora, no caso dos diretores, gerentes ou representantes de sociedades ou associações fundações privadas, (e de igual modo, mandatários, prepostos e empregados, art. 135, II) *eles não são, em princípio, responsáveis* pelos débitos tributários das pessoas jurídicas a menos que tenham agido com excesso de poderes ou infração da lei, contrato social ou estatutos.

Ficam um tanto estranhas essas decisões do STF:

“Não se exige a inscrição do nome do sócio-gerente, ou responsável, para que contra ele se exerça a ação fiscal. Mas só se admite a responsabilização dele ou do responsável se agiu com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatuto (art. 135 do CTN) (1.ª T., 22.10.93, RTJ 116/419).

“Incabível a penhora em bens dos sócios indistintamente, sem prova de sua responsabilidade solidária. O que tem admitido a jurisprudência do STF é a possibilidade da penhora em bens do sócio-gerente, independentemente de ter ele figurado na certidão de inscrição da dívida da sociedade, desde que haja alegação de que agiu com excesso de poderes ou infração de lei ou do contrato social (2.ª T., 6.9.83, RTJ 109/1.079).

Que a responsabilização do sócio-gerente, diretor ou responsável só exista se tiver ele agido com infração legal ou

estatutária ou com excesso de poderes é uma evidência clara, decorrente da expressão legal categórica.

Também o chamamento a juízo de qualquer sócio, como aqueles não dirigentes, é alguma coisa fora de propósito, por absoluta falta de prescrição legal e afronta evidente ao princípio que norteia a existência e a independência das pessoas jurídicas. Até aí, portanto, impecáveis as manifestações do STF.

Contudo, essa confessada admissão jurisprudencial de penhora dos bens do sócio-gerente mesmo sem ter ele figurado na inscrição da dívida da sociedade, pela simples "alegação de que agiu com excesso de poderes ou infração de lei ou do contrato social" se revela, *data venia*, como sensivelmente afrontosa aos bons princípios de direito, além de fugidia da tipificação legal do *caput* do art. 135, do CTN.

Pois que se não existe ali presunção de responsabilidade, expressa que teria que ser, a condição categórica inafastável, da responsabilização pessoal dos diretores, gerentes e representantes, é a de que tivessem agido de modo afrontoso à lei ou aos estatutos ou com excesso de poderes.

Para isso a autuação administrativa deve de se dirigir à sociedade e a seus diretores ou sócios-gerentes ou representantes, se os elementos iniciais de sua formação já sinalizam no sentido de atos de gestão eivados de tais vícios, para que ali, no corpo do procedimento administrativo tributário, se evidenciem ou não esses elementos condicionantes daquela responsabilização solidária.

Essa é parte da função própria do procedimento tributário administrativo.

"Assim, interessa à administração pública que essa obrigação seja cumprida nos termos da norma legal positiva, não sendo pró-fisco e nem pró-contribuinte. Para que tal ocorra, abre-se, no campo administrativo, a possibilidade de discussão da legalidade do lançamen-

to, dentro de normas de proceder a que se submete a própria administração".

(Rubens Approbato Machado. "Processo Tributário Administrativo e Judicial", "in" "Curso de Direito Tributário", Edições CEJUP, 2.^a ed., p. 383).

Aliás, se de início tais registros de convicção de atos de gestão irregulares não forem aparentes, no curso do procedimento administrativo fiscal haverão de ser demonstrados, e tal é a função e o dever de ofício dos procuradores fazendários.

O que não é razoável, nem jurídico, nem compatível com aquela norma de responsabilização, é que, só pelo fato de ser diretor, sócio-gerente ou representante da pessoa jurídica, alguém seja sujeito passivo de uma execução, de uma constrição patrimonial, sem que qualquer evidência de algum daqueles atos ilícitos culposos, seja-lhe comprovadamente, mesmo em sede administrativa, imputada, mas tão-somente alegada *in abstracto*.

Algumas decisões, como o acórdão unânime da 2.^a T. do SF (BJA n. 93.143, 1.983) declaram que esse chamamento de tais pessoas a juízo, como réus, em execução, se daria "independentemente de processo *judicial* prévio para a verificação da ocorrência inequívoca das circunstâncias de fato aludidas no art. 135, *caput*, do CTN."

Outros decisórios ressaltam a necessidade de prévia comprovação, de violação da lei ou do estatuto para que se proceda à penhora, mas se reportam a sócio não gerente:

"Os bens particulares dos sócios não respondem por dívida fiscal da sociedade, salvo quando o sócio pratica ato com excesso de poderes ou infração da lei, contrato social ou estatuto (STF, 2.^a T., 6.9.83, RTJ 109/1.079).

Ora, sócio não gerente não é sequer de ser cogitado, até porque de regra, não possui ele poder algum de gestão, inadmissível em princípio qualquer causali-

dade dolosa entre ato seu e a elisão tributária.

Melhor decidiu o TJSP (acórdão da 12.^a C. Cível, 31.8.82, ADV n. 7.181).

“Sem prévia demonstração, em processo judicial ou administrativo, de que ocorreu ato irregular do sócio, não pode este ter seus bens penhorados em processo de execução contra a sociedade”.

Em igual sentido o TJMS (acórdão unânime do T. Cível em 10.5.82, ADV n. 6.562).

“Os bens particulares dos sócios das sociedades por cotas de responsabilidade limitada ordinariamente não respondem pelas dívidas sociais, salvo se, em sendo eles gerentes, se houverem conduzido com excesso de poderes, com violação da lei, do contrato ou do estatuto; por isso não se justifica também a penhora sobre tais bens”.

Em síntese, o credor tributário, credor estatal, a princípio corre o mesmo risco que qualquer um de nós, credor comum, corre em relação aos débitos comuns, quanto aos débitos que as empresas (débitos tributários) têm para com ele.

Se, e somente se os dirigentes, controladores ou representantes das empresas houverem agido de modo estritamente ilícito no trato da matéria em questão, afrontando a lei o contrato social ou estatuto — cometendo fraude ou sonegação fiscal em termos claros e estritos — serão eles igualmente responsáveis por tais débitos.

Para isso, ao autuar a sociedade, o credor tributário deve necessariamente estender a autuação a seus dirigentes, se sinais houver desde logo desses ilícitos, de modo a que no ensejo do procedimento administrativo — que afinal vai conceder poder de inscrição e título executivo ao crédito fiscal — essa responsabilização fique apurada.

Ai sim, a execução fiscal, processo judicial revestido de qualificações de eficácia e de força próprios à demanda compulsória das prestações tributárias, poderá ser dirigida contra a sociedade e contra esses terceiros envolvidos, pela gestão ilícita, na insatisfação dos débitos fiscais.

AS HIPÓTESES DE RECESSO NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

RENATA BRANDÃO MORITZ

Sumário: 1. O direito de retirada na Lei 6.404: 1.1 A Lei 6.404/76 e os pressupostos de recesso; 1.2 Hipóteses para seu exercício; 1.3 Prazo para exercer o direito de retirada; 1.4 Valor de reembolso das ações — 2. A Lei 7.958/89: 2.1 Alterações no *caput* do art. 137 da Lei 6.404/76; 2.2 A reação às mudanças; 2.3 Acórdãos e pareceres sobre a “Lei Lobão” — 3. Novas propostas de alterações — 4. Conclusão.

Neste trabalho abordaremos as hipóteses e pressupostos para o exercício do direito de recesso na Lei 6.404/76. Analisaremos a Lei 7.958/89, as consequências da sua promulgação e também a recente Medida Provisória n. 1.179/95. Finalmente teceremos comentários sobre as últimas propostas de alteração para a Lei das S.A. Procuramos, ao longo deste trabalho, dar ênfase às questões práticas, utilizando pareceres da CVM e jurisprudência sobre o tema.

1. O direito de retirada na Lei 6.404

1.1 A Lei 6.404/76 e os pressupostos de recesso

A Lei 6.404 foi promulgada em 15 de dezembro de 1976 com o objetivo de atender às novas necessidades gerais do setor empresarial em expansão, não mais socorridas pelo Dec.-lei 2.627/45.

Devido ao seu objetivo de promover grandes empresas privadas e expandir o mercado de capitais, a nova lei ampliou o direito da retirada como uma forma de proteção aos acionistas, proporcionando uma maior segurança para novos investidores. A preocupação resumia-se em garantir à minoria condições para que investissem nas empresas, angarian-

do cada vez um número maior de investidores para fornecerem o capital social da companhia.

Na Lei 6.404/76 são basicamente dois os pressupostos para o exercício do direito de retirada. O primeiro é ter havido deliberação eficaz da assembléia geral sobre uma das matérias especificadas em lei que permitem tal exercício (hipóteses taxativas que analisaremos a seguir). O segundo é não ter ocorrido consentimento do acionista à alteração. Se ocorrer o consentimento, o acionista não poderá se arrepender e exercer o direito de retirada.

Em tese, qualquer acionista poderá exercê-lo, independentemente da espécie, classe ou forma de suas ações. No entanto, existe o pressuposto de que o interesse do acionista tenha sido atingido.

Para que o acionista exerça o direito de retirada, bastará comprovar que era titular das ações na data da assembléia que aprovou a deliberação da qual discordou e pedir o reembolso dentro do prazo legal (art. 137). Os acionistas que se abstiveram de votar ou os ausentes à assembléia também poderão exercer o direito de retirada.

Cabe ressaltar que no direito brasileiro não há recesso parcial, ele é exercido

sobre todas as ações da espécie ou classe possuídas pelo acionista. Tal restrição evita que acionistas portadores de grande número de ações se aproveitem de determinadas situações, para exercer o direito de retirada apenas de parte dessas ações, garantindo um resultado patrimonial em dinheiro, mas permanecendo na companhia.

A Lei 6.404/76 trouxe uma inovação importante no § 2.º do art. 137. A lei faculta aos órgãos da companhia convocar, nos dias subseqüentes ao término do prazo para exercer o direito de retirada, uma assembléia geral para reconsiderar ou ratificar a deliberação que ensejou o direito de retirada dos acionistas dissidentes. Assim, se entenderem que o pagamento do valor de reembolso a estes acionistas será prejudicial à companhia, então poderão reconsiderar, desistindo da deliberação anteriormente aprovada.

1.2 Hipóteses para seu exercício

Na Lei 6.404/76 vários são os dispositivos que tratam da matéria, e muitas vezes de forma repetitiva. As deliberações da assembléia geral que permitem o direito de retirada aos acionistas são determinadas principalmente pelo *caput* do art. 137.

A antiga redação do *caput* do art. 137 dispunha:

“Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos números I, II e IV a VIII do art. 136 dá ao acionista dissidente direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações (art. 45), se o reclamar à companhia no prazo de 30 (trinta) dias contados da publicação da ata da assembléia-geral”.

Vamos iniciar a análise de cada um dos artigos pertinentes à matéria pelas hipóteses do art. 136 indicadas pelo antigo *caput* do art. 137.

Art. 136 (...) I: “Criação de ações preferenciais ou aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto”.

Aqui são duas as hipóteses. A primeira refere-se a criação de ações preferenciais. Esta alteração estatutária interfere diretamente nos direitos patrimoniais dos acionistas portadores de ações ordinárias, pois implica conferir aos portadores das novas ações vantagens pecuniárias tais como prioridade na distribuição dos dividendos, prioridade no reembolso do capital, ou a cumulação de ambas as vantagens (conforme o art. 17). Portanto elas conferem aos seus portadores maiores direitos econômicos.

A decisão de criação destas ações é tomada em assembléia geral extraordinária com a aprovação de acionistas que representem metade do capital votante. Os portadores das ações ordinárias, que não concordarem com tal alteração, poderão exercer o direito de se retirar da sociedade, desde que não haja previsão no estatuto da companhia.

Entretanto, há jurisprudência em contrário, como na Apelação Cível n. 16.312-1, julgada pelo Tribunal de Justiça de São Paulo, em 1.º de outubro de 1981, mantendo a decisão de primeiro grau que não concedeu o reembolso à autora, portadora de ações ordinárias, quando deliberaram em assembléia criar três classes de ações preferenciais na sociedade. Foi decidido que no caso não houve prejuízos para a autora e manteve-se a decisão de primeiro grau, negando-lhe o direito de retirada.¹

A segunda hipótese apresentada no inc. I do art. 136 trata do aumento das ações preferenciais sem guardar proporção com as demais. Quando é decidido

⁽¹⁾ Eizirik, Nelson e Bastos, Aurélio Wander, *Mercado de Capitais e S/A — Jurisprudência*, Rio de Janeiro: CNBV, 1987, 2v., p. 110.

o aumento do número de preferenciais, tanto os acionistas dissidentes portadores de ações ordinárias, como os portadores de preferenciais já existentes são atingidos, podendo exercer o direito de se retirar.

Interessante observar que a só inclusão de cláusula estatutária prevendo ou autorizando a emissão de ações preferenciais sem guardar proporção com as demais classes existentes, dá ao acionista dissidente o direito de se retirar da sociedade, desde que manifestado no prazo legal, como reconhecido pela Comissão de Valores Mobiliários no Parecer da Superintendência Jurídica n. 21/79.

Esta posição é confirmada também pela jurisprudência, conforme o julgamento da Apelação Cível n. 37.797, em 7 de abril de 1981, no Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, no qual decidiu-se que a simples alteração estatutária que importa em permissão de aumento do número de ações preferenciais desproporcional ao de ordinárias autoriza o acionista dissidente a retirar-se. Isto porque, “embora a diferença entre ações preferenciais e ordinárias seja de espécie, e não de classe, a lei não pode ser visualizada literalmente, porque a desproporção no aumento de ambas afeta de tal forma o equilíbrio da relação societária, que, numa interpretação finalística, só se pode entender que ela esteja abrangida pela necessidade de aprovação em votação qualificada, permitindo o reembolso de valor de suas ações à minoria dissidente”.²

Quando a companhia possui capital formado por ações ordinárias e ações preferenciais de mais de uma classe e seus acionistas deliberam aumentar uma das classes, em total desproporção quanto à outras ações já existentes (tanto as ordinárias, como as preferenciais de

outras classes), não só os acionistas dissidentes portadores das ações ordinárias, mas os portadores das ações preferenciais de outras classes também teriam o direito de se retirar da sociedade. Isto porque tal alteração aumentaria os privilégios patrimoniais dos portadores das ações da classe aumentada, em detrimento das ações ordinárias dos primeiros e das preferências dos segundos.

Mas cabe ressaltar que, segundo entendimento da Comissão de Valores Mobiliários, também os acionistas portadores das ações da classe a ser aumentada podem exercer o direito de se retirar, embora à primeira vista soe estranho. A justificativa para tal estaria no fato de que o aumento desproporcional da classe representa um risco maior dos lucros serem insuficientes ao pagamento integral dos dividendos ou do acervo social ser insuficiente para cobrir o reembolso. Caso o aumento fosse proporcional, esse risco não aumentaria, conforme Parecer da Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários n. 72/83.

Desta forma, não só os acionistas portadores de ações ordinárias e das ações das classes desfavorecidas com a alteração estatutária poderiam se retirar, mas o das classes aumentadas também.

Art. 136 (...) II: “Alterações nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida”.

A Lei 6.404/76 não restringiu as vantagens e privilégios das ações preferenciais aos benefícios pecuniários, como por exemplo à percepção de dividendos. Em seu art. 18, permitiu que lhes fossem asseguradas também vantagens políticas, tais como o direito de eleger, em votação separada, um ou mais membros dos órgãos de administração. A nova lei societária tornou os conceitos de vantagens e preferências

⁽²⁾ Eizirik, Nelson e Bastos, Aurélio Wander, obra já citada, p. 106.

mais abrangentes, não se restringindo apenas a valores pecuniários, como a legislação anterior.³

A alteração nas preferências e vantagens de determinada classe de ações poderá afetar não só os interesses dos acionistas portadores das mesmas, mas também dos outros acionistas. Tal modificação altera uma das bases do estatuto da companhia, pois a lei, em seu art. 19 determina que caberá ao estatuto especificar as vantagens e preferências atribuídas a cada classe de ações preferenciais. Portanto, o estatuto assegura tais direitos patrimoniais ao acionista titular de ações preferenciais, e, em caso de alteração, os acionistas dissidentes prejudicados poderão exercer o direito de se retirar da sociedade.

Se a alteração for para diminuir as preferências de determinada classe, então apenas os acionistas dissidentes titulares desta classe serão prejudicados e apenas estes poderão se retirar. No Parecer da Superintendência Jurídica n. 60/78 a Comissão de Valores Mobiliários confirma tal entendimento, esclarecendo que “a alteração para menos das preferências de uma classe de ações preferenciais em nada afeta aos interesses das demais classes de preferenciais, beneficiando, ao contrário, a situação das ações ordinárias” e concluindo que só os titulares das ações prejudicadas poderão exercer o direito de recesso.

Se a alteração determinar um aumento das vantagens ou preferências de uma classe, então os acionistas dissidentes portadores das ações de outras classes e das ordinárias podem se retirar.

O texto fala em resgate e amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, tornando necessário uma breve explicação destas operações, ambas disciplinadas no art. 44, da Lei 6.404.

O resgate, segundo o § 1.º, do art. 44, consiste em pagar o valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação com redução ou não do capital social. Sendo mantido o valor do capital social, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes. As ações resgatadas são, portanto, retiradas definitivamente de circulação, devendo ser inutilizadas ou incineradas.

A amortização, segundo o § 2.º do mesmo artigo, consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia. A amortização pressupõe que a companhia esteja em boa situação financeira, podendo antecipar tais pagamentos e, por isso, não implica em redução do capital social. Tal operação, como dispõe o § 3.º, pode ser integral ou parcial e pode abranger todas as classes de ações ou só uma delas. Tanto o resgate como a amortização que não abrangerem a totalidade das ações de uma mesma classe serão feitas mediante sorteio (§ 4.º), evitando qualquer forma de manipulação da maioria que pudesse prejudicar a minoria.

Quando ocorrem alterações nas condições de resgate ou amortização de ações preferenciais, deve-se analisar quais os acionistas prejudicados, podendo estes então exercerem o direito de se retirar. Determinadas alterações atingem apenas uma parcela dos acionistas preferenciais, enquanto os restantes não são atingidos. Muitas vezes a alteração atinge apenas a classe de ações que sofreu a modificação, mas isto deve ser analisado com cuidado. No caso de melhorias na condição de resgate ou amortização de determinada classe de ações fica claro que esta alteração afetaria todos os outros acionistas, que sairiam prejudicados. Neste caso estes também poderiam exercer o direito de se retirar da sociedade.

⁽³⁾ Comparato, Fábio Konder, *Direito Empresarial*, São Paulo: Saraiva, 1990, p. 218.

Quanto à criação de nova classe mais favorecida de ações preferenciais permitir o exercício do direito de retirada pelos acionistas dissidentes, as razões são as mesmas. A emissão destas novas ações interfere diretamente nos interesses dos titulares de ações ordinárias e dos portadores de ações preferenciais de outras classes, representando perda ou diminuição patrimonial para ambos. Tanto os titulares de ações ordinárias como os titulares das ações preferenciais mais antigas são prejudicados com a criação de uma classe mais favorecida. No caso de criação de classe menos favorecida, apenas os acionistas portadores de ações ordinárias sairiam prejudicados, podendo então se retirar.

Art. 136. (...) IV: "Alteração do dividendo obrigatório".

O dividendo obrigatório é a parcela dos lucros auferidos pela companhia ao final de cada exercício, que cabe a cada um dos seus acionistas. A sociedade tem obrigação legal, havendo lucros no exercício financeiro, de distribuí-los aos acionistas. É o direito que cada acionista tem de receber uma parcela dos lucros líquidos da companhia e esta parcela deve ser definida no estatuto da melhor forma possível, esclarecendo os critérios para seu cálculo, evitando dúvidas futuras. Quando não houver esta estipulação estatutária, a própria lei define a forma como os dividendos devem ser calculados (art. 202).

O inciso ora comentado trata da alteração do dividendo obrigatório. A hipótese aborda o caso em que há a previsão estatutária e deseja-se então alterá-la. Essa alteração dependerá de aprovação pela assembléia geral extraordinária, por maioria qualificada.

Caso a alteração seja apenas para definir melhor os critérios de distribuição de dividendos, então não há que se falar em direito de retirada, pois não haverá prejuízo para qualquer dos acionistas.

Para que os acionistas dissidentes possam exercer o direito de retirada é necessário que a alteração seja prejudicial aos seus interesses. Logo, para que isto ocorra, a deliberação geral extraordinária deverá implicar diminuir o dividendo obrigatório.

Nestes casos, são titulares desse direito os portadores de ações ordinárias, pois o dividendo obrigatório, na maioria das vezes, refere-se a estes acionistas. Os acionistas de ações preferenciais normalmente tem prioridade para receberem seus dividendos. Mas deve-se observar cada estatuto, pois há empresas em que os dividendos das ações preferenciais são fixos e outras em que se estabelece uma porcentagem do valor das ações e uma participação também no dividendo obrigatório. No caso do dividendo fixo não há participação nos lucros em igualdade de condições com as ações ordinárias, mas no segundo caso há.

Logo, quando o dividendo das ações preferenciais for fixo e houver alteração nos dividendos obrigatórios, os acionistas atingidos serão apenas os portadores de ordinárias. No segundo caso, sendo o dividendo das preferenciais mínimo sobre o valor patrimonial e participando com as ações ordinárias do dividendo obrigatório, claro que se for diminuído este dividendo, os portadores de ações preferenciais também serão atingidos. Neste caso tanto os titulares de ordinárias como os de preferenciais poderão se retirar da sociedade, recebendo o valor de reembolso por suas ações.

Art. 136. (...) V: "Mudança do objeto da companhia".

O objeto social da companhia é o fator que delimita, no momento da sua constituição, qual a atividade econômica que será desenvolvida pela empresa. O estatuto, segundo o art. 2.º da Lei 6.404/76, deve defini-lo de modo preciso e completo, delimitando a atividade societária. Por ser uma das bases fundamen-

tais do contrato social, sua alteração depende da aprovação de maioria qualificada, visto que alterará a vida social e permite aos acionistas dissidentes exercerem o direito de se retirar.

A alteração para tanto deve ser significativa, a simples ampliação ou diminuição quantitativa do objeto social muitas vezes não caracterizará uma verdadeira mudança do objeto.

A Comissão de Valores Mobiliários no Parecer da Superintendência Jurídica n. 125/78 analisou um caso em que determinada companhia aprovou proposta de aumento do capital social, mediante subscrição particular, para integralização de bens que não estavam diretamente relacionados com a realização do objeto social da companhia e um acionista dissidente de tal deliberação, desejando exercer o direito de retirada, consultou a CVM sobre o assunto. Tal acionista entendeu que os bens integralizados eram fazendas que se prestavam a uma exploração completamente diferente dos interesses sociais da empresa, e portanto houve alteração do objeto social. A CVM, no entanto, entendeu que a Lei 6.404/76 não vincula a incorporação de bens à necessidades destes estarem ligados ou relacionados diretamente com a atividade social, concluindo que nestes casos não há alteração do objeto da companhia e portanto não há que se falar em direito de recesso.

Em tese, todos os acionistas dissidentes poderão exercer o direito de retirada, já que a alteração do objeto representa uma alteração drástica na vida da sociedade. Muitas vezes o acionista subscreve ações de uma companhia baseado na sua atividade econômica e, após a alteração desta, não mais se identifica com a sociedade. Nada mais justo nestes casos que permitir o exercício do direito de recesso.

Art. 136. (...) VI: "Incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão"

A incorporação, como determina a lei no art. 227, é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. Nesta operação desaparece uma ou mais sociedades, chamadas incorporadas, e permanece a sociedade incorporadora, sem qualquer alteração na sua pessoa jurídica, mas sucedendo às incorporadas em seus direitos e obrigações.

Na incorporação, os acionistas da incorporada que discordarem da operação poderão exercer o direito de retirada. Isto se deve ao fato de que, com a operação, a sociedade à qual pertencem será extinta e eles, se quiserem, poderão fazer parte da nova sociedade (a incorporadora), recebendo novas ações. Desta forma a lei permite que aqueles que não concordem com esta mudança exerçam o direito de retirada. O mesmo não se dá com os acionistas da sociedade incorporadora, já que a alteração para esta representa um aumento no seu capital social. Assim, não há razão para os acionistas da incorporadora dissidentes da operação poderem neste caso exercer o direito de recesso.

A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações (art. 228). Aqui desaparecem as sociedades envolvidas na operação criando-se uma inteiramente nova, porém assumindo todas as obrigações das sociedades fusionadas.

A fusão se dá em assembléia geral em que se resolverá a constituição da nova sociedade, após a aprovação dos laudos de avaliação do patrimônio líquido das sociedades elaborados por peritos. Os acionistas de todas as sociedades envolvidas na operação que divergirem da decisão de realizar a fusão poderão exercer o direito de retirada, já que a sociedade da qual eram acionistas será extinta com a fusão, não podendo serem

eles obrigados a participar da nova sociedade.

A cisão, segundo o art. 229, é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

Na cisão total a sociedade cindida é extinta e por isso aos seus acionistas dissidentes permite-se o direito de retirada. Tanto faz se a cisão será feita com duas ou mais sociedades constituídas para esse fim, ou com sociedades já existentes. O fato é que aos acionistas da companhia cindida não se pode negar o direito de retirada, visto que a sociedade a que se ligaram anteriormente não mais existirá.

No caso de cisão parcial, a sociedade cindida não será extinta, mas haverá uma diminuição do seu capital social. Permite-se neste caso que seus acionistas dissidentes se retirem da sociedade mediante o valor de reembolso das suas ações.

Quanto aos acionistas das sociedades já existentes que absorverão partes do patrimônio da cindida a doutrina torna-se divergente. Neste caso a lei determina que a cisão deverá obedecer às disposições sobre incorporação (art. 229, § 3.º) e como na incorporação a doutrina dominante não permite que os acionistas da incorporadora exerçam o direito de retirada, o mesmo se dá na cisão.

Certos doutrinadores, como Anna Luiza Prisco Paraíso,⁴ entendem que estes acionistas não são prejudicados em seus interesses, pois tais operações representam um aumento no patrimônio

da empresa que absorve a parcela da sociedade cindida, não havendo prejuízo para a receptora.

O direito de retirada dos acionistas dissidentes destes tipos de operações é garantido pelos arts. 225, inc. IV e 230, e 264, §§ 3.º e 4.º. Este último trata da incorporação ou fusão, pela controladora, de sociedade controlada, e por sua diversidade será abordado mais adiante.

Art. 136. (...) VII: "Dissolução da companhia ou cessação do estado de liquidação".

A primeira hipótese neste inciso é a da dissolução da companhia. A dissolução "é um processo, que leva à extinção da sociedade; ocorrendo uma causa para que tal processo se inicie, serão realizados os atos necessários para liquidação do patrimônio social e, enfim, a extinção da pessoa jurídica".⁵ A dissolução é portanto uma das fases necessárias para o processo de liquidação da sociedade. Nesta fase apura-se o patrimônio social e encerra-se a atividade normal da companhia.

A dissolução pode se dar em várias hipóteses, todas elencadas no art. 206 da Lei das S.A. Ocorrendo uma dessas hipóteses a sociedade encerra suas atividades normais e promove a sua liquidação. Somente após o último ato do processo de liquidação, a partilha do ativo entre os acionistas e o pagamento do passivo, ocorre a extinção da sociedade.

Uma das hipóteses do art. 206 é a de dissolução de pleno direito da sociedade por deliberação em assembléia geral de acionistas (inc. I). Tal decisão afeta profundamente a sociedade, necessitando ser aprovada por *quorum* qualificado. Declarando-se sua dissolução, a sociedade deixará de perseguir seu fim lucrativo, tentará pagar suas obrigações

⁽⁴⁾ Prisco Paraíso, Anna Luiza Gayoso e Almendra, *O direito de retirada na sociedade anônima*, Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1985, p. 89.

⁽⁵⁾ Fran Martins, *Comentários à lei das S.A.*, Rio de Janeiro: Forense, 1978, 3v., v. III, p. 3.

sociais e repartir o seu ativo líquido entre todos os acionistas. Os acionistas dissidentes desta deliberação poderão exercer o direito de retirada, tendo em vista as mudanças radicais na companhia, advindas com sua aprovação.

A segunda hipótese deste inciso trata da deliberação da assembléia que cessa o estado de liquidação da companhia. Tal dissolução pode ser revertida por decisão em assembléia-geral, permitindo que a companhia volte a perseguir seu fim social. Tendo em vista a importância da decisão, que permitirá que a companhia continue sua vida social, tal decisão deverá ser adotada por quorum qualificado, e caberá aos acionistas dissidentes exercer o direito de retirada.

E por último, art. 136, VIII: "Participação em grupo de sociedades (art. 265)".

O art. 265 da Lei 6.404/76 dispõe: "A sociedade controladora e suas controladas podem constituir, nos termos deste capítulo, grupo de sociedades, mediante convenção pela qual se obriguem a combinar recursos ou esforços para a realização dos respectivos objetos, ou a participação de atividades ou empreendimentos comuns".

São, portanto, grupos formados por sociedades que, embora mantenham suas próprias personalidades jurídicas, passam a atuar em conjunto para obter um fim econômico comum. Este fim econômico comum que passam a perseguir, muitas vezes não coincide com o interesse da sociedade controladora, ou ainda das controladas. Muitas vezes a atividade a ser realizada pelo grupo difere das realizadas pelas sociedades que compõe, mas de qualquer forma prevalecerá sempre o interesse do grupo, em detrimento aos interesses individuais de cada sociedade.

A participação em grupo de sociedades deve ser aprovada em assembléia geral extraordinária, com *quorum* qualificado, podendo os acionistas discor-

dantes exercerem o direito de retirada. O exercício deste direito é permitido tendo em vista a perda da autonomia das sociedades participantes com a criação do grupo, prevalecendo o interesse deste último, em detrimento dos próprios interesses das sociedades. Além disto, em alguns casos a formação do grupo pode prejudicar os acionistas minoritários de algumas sociedades subordinadas, já que estas, deixando de perseguir seu próprio interesse para perseguir o da sociedade a que estão subordinadas, ou do grupo, podem acabar diminuindo seus lucros, ao invés de mantê-los ou aumentá-los.

O direito de retirada aos acionistas dissidentes da aprovação de formação de grupos, mediante o recebimento do valor de reembolso de suas ações, é garantido pelo parágrafo único do art. 270.

Além destas causas, a Lei 6.404/76 prevê a retirada dos acionistas em outras hipóteses, consubstanciadas nos arts. 221, 236, 252 e 256, § 2.º.

O art. 211 trata da retirada dos acionistas ou sócios, nos casos de transformação da sociedade. A transformação, segundo o art. 220, "é a operação pela qual a sociedade passa, independentemente de dissolução e liquidação, de um tipo para outro". A sociedade não se extingue, apenas modifica seu tipo, permanecendo os mesmos sócios ou acionistas, com os mesmos direitos patrimoniais.⁶

Por representar uma alteração profunda na sociedade, que deverá ser reestruturada de acordo com seu novo tipo, caberá o direito de recesso aos acionistas ou sócios dissidentes. A lei admite a transformação de sociedade anônima em outros tipos e vice-versa. No caso da transformação de outras sociedades em sociedades anônimas, os

⁽⁶⁾ Prisco Paraíso, Anna Luiza Gayoso e Almendra, obra já citada, p. 101.

sócios poderão renunciar ao direito de retirada, mas o mesmo não ocorrerá na situação inversa, pois nas anônimas o direito de retirada não pode ser renunciado, conforme já visto.

O art. 236, em seu parágrafo único, trata da desapropriação de ações por pessoa jurídica de direito público, adquirindo o controle da companhia. Nesses casos, a sociedade passaria a ser de economia mista, possuindo como acionistas de um lado a entidade pública expropriante (pessoa de direito público) e de outro, acionistas minoritários que não tiveram suas ações expropriadas. Neste caso não há uma assembleia entre os acionistas para deliberarem sobre o assunto, mas um ato unilateral emanado de pessoa jurídica pública. O exercício do direito de retirada neste caso provém do ato de desapropriação e não de deliberação da assembleia-geral.

Estes acionistas, segundo a lei, terão sessenta dias contados da publicação da primeira ata da assembleia-geral realizada após a aquisição do controle da companhia, para exercer o direito de retirada, salvo se a companhia já se achava sob controle, direto ou indireto, de outra pessoa jurídica de direito público, ou no caso de concessionária de serviço público.⁷

Os acionistas minoritários nestes casos têm seus direitos protegidos, já que o controle da companhia será exercido pelo Estado e não mais pelos acionistas majoritários, passando a companhia para o âmbito público. Ressalte-se que em nosso país tal prática é incomum, não há uma tradição em estatizar companhias através deste mecanismo. De qualquer forma, a lei permite nestes casos o exercício do direito de recesso aos minoritários dissidentes, mediante o valor de reembolso das ações.

O art. 252 trata da conversão de uma sociedade em subsidiária integral de outra, através da incorporação de todas as suas ações. Tal operação deverá ser submetida à assembleia-geral em ambas as sociedades para aprovação.

O § 1.º do art. 252 trata dos procedimentos a serem realizados após a aprovação da operação pela assembleia geral da incorporadora e autoriza seus acionistas dissidentes a exercerem o direito de retirada na forma do art. 230. Tal permissão nestes casos causa estranheza, já que a lei não permite aos acionistas dissidentes de operações de incorporação e cisão parcial o mesmo direito, conforme já abordado. O direito de retirada é concedido em determinadas hipóteses legais onde a estrutura da da sociedade sofre mudanças profundas que possam prejudicar os interesses dos seus acionistas. No caso da conversão em subsidiária integral através da incorporação, a mudança estrutural da incorporadora não prejudica os interesses dos seus acionistas, nem acarreta qualquer prejuízo patrimonial. Trata-se de uma incoerência da lei.

O § 2.º do referido art. 252, por sua vez, aborda a aprovação da operação pela assembleia-geral da incorporada e os procedimentos necessários para concretizar a operação. Aos seus acionistas dissidentes também é permitido o direito de retirada, mediante o valor de reembolso na forma do art. 230. Esta permissão é natural, tendo em vista que, com a transformação da companhia em subsidiária integral pela incorporação, as ações de seus acionistas serão substituídas por ações de outra companhia, diversa daquela em que investiu.

O art. 256 aborda a compra, por uma companhia aberta, no controle de qualquer sociedade mercantil. Tal operação dependerá de aprovação de assembleia-geral especialmente convocada para tal sempre que, segundo o inc. I, o preço de compra constituir um investimento

(7) Prisco Paraíso, Anna Luiza Gayoso e Almendra, obra já citada, p. 105.

relevante para a compradora, ou segundo o inc. II, o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior destes três valores: a) a cotação média das ações em bolsa; b) valor do patrimônio líquido da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado; c) valor do lucro líquido da ação ou quota.

Da deliberação que aprovar a compra, mesmo sendo um investimento relevante para a companhia (inc. I) não caberá direito de retirada para os acionistas dissidentes. Tal direito só será permitido quando o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inc. II. Nestes casos os acionistas dissidentes terão o direito de se retirar mediante reembolso, nos termos do art. 137, do valor de suas ações.

O direito de retirada nestes casos consubstancia-se no fato da operação prejudicar os interesses patrimoniais dos acionistas minoritários, tendo em vista o valor significativo da compra. Neste caso não há alteração estrutural na sociedade compradora, apenas a intenção de evitar a aquisição de ações com valor muito superior ao devido, privilegiando terceiros, em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários.

O último artigo a ser analisado é o 264, que trata da incorporação e fusão de sociedades controladas. Estas operações diferem das incorporações e fusões entre sociedades independentes, pois não haverá duas maiorias acionárias distintas aprovando a operação, apenas o grupo acionário da controladora, que também atua na controlada. Por isso a lei incluiu regras especiais para estas operações, visando proteger os acionistas minoritários da sociedade controlada.

O direito de retirada será permitido aos acionistas da controlada discordantes da operação quando as relações de substituição das ações dos acionistas controladores forem menos vantajosas

que as resultantes da avaliação do patrimônio líquido das duas sociedades, a preço de mercado. Portanto, neste caso não basta o acionista discordar da operação como no caso da incorporação entre companhias independentes, tem que se comprovar que as relações de substituição de suas ações lhes-trouxeram desvantagens.

Assim, “se as relações de substituição das ações dos acionistas minoritários, previstas no protocolo da incorporação, trouxerem para esses menos vantagens que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas que dissentirem da deliberação da assembléia-geral da sociedade controlada que aprovar a operação terão direito de ser reembolsados do valor de suas ações”.⁸ A lei só permite o exercício do direito de recesso aos acionistas da controlada. Aliás o raciocínio aqui é o mesmo utilizado nas incorporações de sociedades independentes, onde não se permite o direito de retirada aos acionistas das incorporadoras porque a operação resulta em aumento do capital da companhia e, portanto, benefícios para todos. Não há prejuízo para a sociedade controladora e para seus acionistas nesta operação, portanto não há que se falar em direito de retirada para eles.

As normas deste artigo são aplicáveis também à fusão de companhia controladora e controlada, e não se aplicam aos casos em que as ações do capital da controlada tenham sido adquiridas no pregão da Bolsa de Valores ou mediante oferta pública (§§ 4.º e 5.º).

1.3 Prazo para exercer o direito de retirada

O prazo para exercer o direito de recesso conta-se sempre da data da publicação da ata da assembléia-geral,

⁽⁸⁾ Fran Martins, obra já citada, p. 424.

e conforme a lei determina no art. 137, este prazo é de trinta dias. Mesmo que o acionista exerça desde logo, na própria assembléia, o seu direito de retirada, este somente se tornará eficaz perante a companhia pela publicação da respectiva ata da qual deverá constar a declaração do dissidente. Também o acionista que logo após a assembléia-geral fizer a comunicação à companhia de sua retirada deverá aguardar o decurso dos trinta dias após a publicação para obter o reembolso de suas ações. A única exceção encontrada na lei é para os casos de aquisição de controle da companhia por desapropriação de parte de suas ações (art. 236), onde o prazo será de sessenta dias a contar da publicação da ata da assembléia-geral da companhia já desapropriada.⁹

1.4 Valor de reembolso das ações

A questão do reembolso na Lei 6.404 é tratada no art. 45. O seu *caput* esclarece que o reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembléia-geral o valor de suas ações. Toda a matéria referente ao pagamento do reembolso foi disciplinada neste artigo, que estabelece as regras a serem seguidas.

O reembolso será requerido pelo acionista dissidente e a companhia não poderá recusar-se a reembolsá-lo. À companhia caberá receber as ações de volta, e após, vendê-las novamente a terceiros, ou mantê-las em tesouraria (art. 200), ou ainda extingui-las, reduzindo o capital da empresa.

A lei determina um valor mínimo de reembolso, que não será inferior ao valor de patrimônio líquido das ações (§ 1.º); concede o direito a levantamento

de balanço atualizado; além de um prazo maior para substituir o acionista reembolsado, evitando-se redução do capital social. Além disto, permite que a Assembléia reconsidere sua decisão nos casos em que esta torna-se prejudicial à companhia.

O exercício do reembolso em certos casos poderá ser prejudicial à companhia, pois poderá ocasionar a redução do capital. Quando um grupo de acionistas minoritários decide se retirar da companhia, pode provocar uma redução drástica no capital social da empresa, representando prejuízos para a mesma. Por isso a Lei 6.404/76 faculta aos órgãos da companhia convocar nova assembléia geral para reconsiderar a deliberação que provocou o exercício do direito de retirada.

Uma das questões mais controvertidas com relação ao reembolso é a referente ao cálculo do seu valor. Segundo o § 1.º do art. 45, “o estatuto poderá estabelecer normas para determinação do valor de reembolso, que, em qualquer caso, não será inferior ao valor de patrimônio líquido das ações, de acordo com o último balanço aprovado pela assembléia-geral”. A dívida surge no momento da apuração do valor. Deve ele ser apurado mediante avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, ou apenas mediante divisão do patrimônio líquido da companhia pelo número de ações em circulação, chegando-se ao valor das ações?

O valor do reembolso não representa uma indenização aos acionistas dissidentes, mas apenas um remédio jurídico para proteger o interesse dos minoritários. Não se pretende com ele ressarcir prejuízos individuais, mas compensar os interesses dos minoritários, sacrificados pelos interesses da maioria. Por isso o valor deve ser fixo, obedecendo critérios e cálculos determinados pelo estatuto ou pela lei, e conhecidos de todos os acionistas.

⁽⁹⁾ Prisco Paraíso, Anna Luiza Gayoso e Almendra, obra já citada, p. 105.

O art. 45 da Lei 6.404 não fala em qualquer avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, mas sim, em valor de patrimônio líquido das ações. A avaliação a preços de mercado torna-se perigosa, pois impede que todos tenham conhecimento de quanto a companhia deverá pagar aos acionistas dissidentes, antes que se realize a avaliação. Tal indefinição prejudica o acionista minoritário, que, desconhecendo o valor que poderá vir a receber, não terá certeza se a retirada será conveniente. E também afetará a companhia, pois esta não conseguirá estimar o seu interesse em reconsiderar a decisão anteriormente tomada.¹⁰ Além disso, se o valor de reembolso correspondesse ao valor de mercado das ações, talvez muitos dissidentes saíssem da companhia com lucro, o que poderia favorecer uma atuação dos minoritários contra os interesses sociais.

Na realidade, o § 2.º do art. 15 da Lei 6.404 fala em um "balanço" especial, mas esse nada tem em comum com a avaliação do valor das ações a preços de mercado. A lei, com esta medida, procurou solucionar o problema da correção monetária, permitindo que o acionista dissidente requiera um balanço atualizado, no caso da deliberação ter ocorrido a mais de sessenta dias do último balanço aprovado. Nestes casos a companhia deverá pagar imediatamente ao acionista 80% do valor do reembolso calculado com base no último balanço e, depois de levantado o balanço especial deverá, então, pagar os 20% restantes no prazo de cento e vinte dias, a contar da data da deliberação da assembléia-geral, conforme determina a lei e conforme orientação da Comissão de Valores Mobiliários no Parecer da Superintendência Jurídica n. 93/78.

⁽¹⁰⁾ Comparato, Fábio Konder, obra já citada, p. 227.

Dessa forma, o art. 45 determina que o valor de reembolso, salvo previsão diversa no estatuto da companhia, deve ser calculado com base no valor do patrimônio contábil, operação esta muito mais simples e segura para os acionistas e a companhia, do que a avaliação do valor das ações a preços de mercado. Procedendo desta forma, torna-se mais fácil imaginar quanto será pago pela companhia aos minoritários dissidentes e conseqüentemente avaliar se, para ela, a deliberação foi vantajosa ou não. Se não foi vantajosa, pode reconsiderar sua decisão anterior e desistir da operação anteriormente aprovada. O mesmo raciocínio é válido para os acionistas que optaram por exercer o direito de retirada.

Em um país com uma economia inflacionária como a nossa, torna-se imperativo corrigir-se monetariamente qualquer dívida, seja de valor ou de dinheiro, sob pena de possibilitar um enriquecimento ilícito por parte do devedor e em detrimento do credor.¹¹

O acionista dissidente permanece sócio da companhia até o pagamento total do valor do reembolso e como tal, continua com seus direitos políticos ou de natureza patrimonial.

Assim, como sócio, tem direito à correção monetária total do valor de suas ações, desde o momento em que suas ações foram avaliadas até o momento do pagamento do seu reembolso, conforme decisão do Supremo Tribunal Federal, no julgamento do RE n. 108.188-SP,¹² e também conforme decisão unânime da 2.ª Câmara Civil do Tribunal de Justiça de São Paulo.¹³

⁽¹¹⁾ Mello Franco, Vera Helena de, *A correção monetária no valor de reembolso do rescaldo societário*, Revista de Direito Mercantil, S. Paulo: RT, n. 89, p. 83.

⁽¹²⁾ Revista Trimestral de Jurisprudência, n. 123, p. 658.

⁽¹³⁾ "Transpostas essas questões prévias, cumpre examinar os pontos substanciais da lide.

Considerando tais decisões e também que a correção monetária tem por finalidade apenas atualizar o valor do débito, evitando que a sociedade enriqueça em detrimento do acionista dissidente, faz-se necessário que a correção seja feita a partir da data do laudo de avaliação.

2. A Lei 7.958/89

2.1 Alterações no caput do art. 137 da Lei 6.404/76

O art. 137 da Lei 6.404/76 estabelecia as hipóteses do art. 136 que permitiam o exercício do direito de recesso. Mas em 20 de dezembro de 1989 a Lei 7.958 foi promulgada, dando uma nova redação ao *caput* do art. 137. Excluiu os incisos VI e VIII do art. 136 como hipóteses para exercer o direito de recesso. E a primeira vista, teria restringido este direito nas hipóteses de incorporação, fusão e cisão da companhia e na participação em grupos de sociedades.

A nova lei, também conhecida como “Lei Lobão” — por ser seu Relator o Senador Edison Lobão — foi promulgada ao final do ano de 1989, e logo cercada de grande polêmica. Alguns chegaram mesmo a insinuar que havia sido feita “sob encomenda” para favorecer algum grupo em especial, levando o Presidente da República a declarar em

E entre eles avulta o da fixação do exato valor de reembolso das ações do autor. *Esse valor é de ser apurado tomando-se como termo a data de 31.10.77, em que se levantou o balanço especial.* (...) Essa quantia daria ao autor o adequado reembolso de suas ações, se paga em outubro de 1977. *A partir de então é devida a correção monetária, para que não se desfalque o quantum que, com natureza indenizatória, e pois de dívida de valor, se há de pagar ao sócio dissidente*” (grifos meus) RTJ, n. 123, p. 660/661.

público que errara ao sancionar a lei, embora o tivesse feito com boa-fé. Denúncias a parte, a lei continua em vigor, causando certos transtornos no âmbito societário.

2.2 A reação às mudanças

A nova lei suscitou as mais variadas críticas. Até os dias de hoje há dúvidas se realmente suprimiu o direito de retirada nestas hipóteses ou não.

A corrente favorável à nova lei manifesta-se a favor de uma pretensa modernização da legislação, evitando “a indústria da dissidência, que favorecia os que vendiam ações pelo valor patrimonial”¹⁴ e favorecendo as fusões, incorporações e cisões, que não seriam mais atravancadas pelos minoritários.

A corrente contrária baseia-se no fato de que operações como as incorporações, fusões e cisões provocam mudanças radicais na companhia, conforme abordado no capítulo anterior, e por isso é absurda a restrição dos direitos de retirada nestes casos, encerrando arbitrariamente com uma importante proteção aos interesses dos acionistas minoritários.

Na realidade a grande dúvida é se ao revogar os dois incisos do art. 136, a lei revogou também os outros artigos, acima referendados, que tratavam do direito de recesso nestas hipóteses revogadas.

Alguns, como o advogado Jorge Lobo, acreditam que a nova lei é correta, que basta retirar o dispositivo-mãe, para que os dispositivos acessórios também sejam retirados. A corrente que apóia a “Lei Lobão” afirma que o mercado deve ser regido pelo princípio da vontade da maioria se sobrepondo à vontade da minoria e que os minoritários não po-

⁽¹⁴⁾ Lobo, Jorge, *Direito de retirada nos casos de fusão, incorporação, cisão e participação em grupos de sociedades*, RT, n. 664, p. 44.

dem atravancar as decisões majoritárias e o desenvolvimento da companhia.

Segundo Jorge Lobo, entre o art. 137 e os demais artigos não mencionados na nova lei, há uma relação de dependência. O primeiro seria o principal e os demais acessórios, portanto, retirando-se o primeiro acaba-se por excluir os acessórios.¹⁵

Mas, a corrente contrária à lei afirma que para a lei vigorar, deveria ter extinguido todos os outros artigos sobre a matéria, evitando assim a confusão instalada. Muitos são os juristas que entendem que a lei é inócua, entre eles Modesto Carvalhosa, Mauro Rodrigues Penteadó e Nelson Eizirik. A própria Comissão de Valores Mobiliários reforça a opinião destes advogados, em parecer onde afirma que a nova lei não extinguiu o direito de recesso.¹⁶

O legislador por certo não conhecia bem o diploma legal a ser alterado e falhou em seu propósito. Suprimiu dois incisos do art. 136 citados no art. 137 e não retirou outros artigos que mantiveram intocado o direito de recesso.

Alguns, esquecendo o vigente art. 230 da lei societária, concluíram que o direito de recesso na incorporação, fusão e cisão havia sido revogado. Porém, nem mesmo o Senador Edison Lobão, autor do projeto, que resultou na referida lei, assim entendeu. O eminente Senador, em artigo publicado no jornal "Folha de São Paulo", asseverou que "não houve, portanto, revogação do direito de recesso nos casos de cisão, fusão e incorporação (...). Eliminou-se — e é isso que alguns pretendem restaurar — o direito de recesso na formação de grupo brasileiro de sociedades".¹⁷

Também essa é a opinião do ilustre Professor Mauro Rodrigues Penteadó, em artigo publicado na Revista de Direito Mercantil,¹⁸ onde afirma que a Lei 7.958/89 não modificou a disciplina do direito de retirada contido na Lei 6.404/76, mas apenas acabou com a repetição das hipóteses sobre fusão, incorporação e cisão, antes existentes na Lei das S.A.

Também Rubens Aprobato Machado se manifestou sobre o assunto em artigo, afirmando que o direito de retirada é um direito essencial do acionista que não se restringe às hipóteses previstas no art. 137, é extensivo a todas as hipóteses previstas na lei.¹⁹ Portanto, como há outros artigos que prevêem o direito de retirada para as hipóteses de incorporação, cisão, fusão e formação de grupos de sociedades, tal direito não foi suprimido. Afirma que "o direito de recesso

(15) "(...)" o transcrito art. 137, quando se reporta aos itens I, II e IV a VIII do art. 136 não esgota as hipóteses legais de recesso. Outras existem, na própria lei e aquelas mesmas estão, em certos casos, sujeitas a peculiaridades que iremos destacar (...) o recesso as hipóteses de incorporação, fusão e cisão está disciplinado, com suas peculiaridades, no art. 230 da Lei 6.404 (...) As peculiaridades de algumas das hipóteses de recesso, como bem observou Lucas Resende, levou o legislador a contemplá-las novamente, reiterando e reafirmando o direito e explicitando as normas especiais a que estão sujeitas. (...) Se a disciplina do recesso, nas hipóteses examinadas, era "dupla e coincidente", pecando pela "desnecessária repetição", a Lei 7.958 ao menos teve o mérito de remover esses defeitos, fazendo com que o direito de retirada fosse tratado apenas nos capítulos dedicados aos institutos a que se refere". Penteadó, Mauro Rodrigues, *A Lei 7.958/89 e a pretensa modificação do direito de retirada dos acionistas: uma discussão inócua*, Revista de Direito Mercantil, S. Paulo: RT, n. 77, p. 47.

(16) Machado, Rubens Aprobato, *Sociedades por Ações — Incorporação, Fusão e Cisão — Direito de Retirada*, Revista de Direito Mercantil, São Paulo: RT, n. 82, p. 46.

(17) Lobo, Jorge, obra já citada, p. 48.

(18) Lobo, Cláudia, *Minoritários sem vez*, Revista ABAMEC, Rio de Janeiro, Outubro de 1992, p. 25.

(19) "A verdade sobre a lei da sociedade por ações", jornal "Folha de São Paulo", de 24 de janeiro de 1990.

existe e está em vigor, quando a assembleia geral deliberar sobre incorporação. Ao acionista dissidente cabe exercer, querendo, esse direito, obedecendo as normas procedimentais constantes da lei".²⁰

Fato é que a nova lei trouxe muita polêmica ao meio jurídico, provocando uma onda de tensões entre os acionistas minoritários, que desejam ver seu direito de retirada assegurado nos casos pretensamente excluídos pela Lei Lobão, e as companhias.

2.3 Acórdãos e pareceres sobre a "Lei Lobão"

Devido à confusão instaurada com a promulgação da Lei 7.958/89, algumas ações foram iniciadas na justiça e hoje já há decisões sobre o assunto. A corrente contrária à Lei Lobão já obteve não só duas sentenças favoráveis, como também o apoio da Comissão de Valores Mobiliários.

A Comissão de Valores Mobiliários já decidiu em duas oportunidades que o direito de recesso na incorporação não foi revogado pela Lei 7.958/89.²¹

O Poder Judiciário também já concorreu com a tese de que a Lei 7.958/89 "não eliminou o direito de retirada do sócio dissidente, permanecendo íntegro o direito de recesso do acionista minoritário ...", conforme decidiu a ilustre magistrada Dra. Heloisa Helena de Ruiz Combat, em sentença confirmada por unanimidade pela 2.ª Câmara Cível do Tribunal de Alçada de Minas Gerais.²²

Esta decisão — a primeira que abordava o assunto — foi obtida em favor de um acionista minoritário contra uma empresa telefônica. Esta última havia incorporado outra duas companhias telefônicas, das quais o sócio dissidente também era acionista minoritário. Ocorre que, apesar deste acionista ter exercido o direito de retirada no prazo previsto por lei, a companhia incorporadora não quis reembolsá-lo, levando-o a entrar com uma ação judicial contra a mesma. Alegou a companhia incorporadora em sua contestação que a Lei Lobão havia excluído o direito de retirada nos casos de incorporações de companhias. Mas não foi isso que entendeu a ilustre magistrada, e em con-

(20) Machado, Rubens Aprobato, obra já citada, p. 57.

(21) "o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) defendeu o direito de retirada dos acionistas minoritários dissidentes da incorporação da Sulina Alimentos S.A. pela Perdigão Agroindustrial S.A. A decisão foi tomada em reunião do Colegiado, realizada em outubro, e comunicada, na terça-feira, ao representante dos minoritários, Arthur Celso Dias de Souza, da corretora Dias de Souza. Na mesma reunião, a CVM também se posicionou favoravelmente ao direito de recesso dos minoritários dissidentes da ação parcial da Panex S.A. (...) A Perdigão, ao negar o direito de retirada aos minoritários, baseou-se na Lei Lobão, a Lei 7.958, de dezembro de 1989, do senador Edison Lobão. Essa lei suprimia o direito previsto no art. 137, que se referia ao 136, da Lei das Sociedades Anônimas, a 6.404,

de 1976 (...). A grande discussão que perdurou foi se o direito de retirada estava mantido ou não. A CVM entende que sim. Segundo seu diretor, José Arthur Escodro, a CVM seguiu "o princípio de que uma lei específica não é revogada por uma lei geral. No caso, a lei trata da questão em um capítulo específico pois o direito está inserido no art. 230. O fato gerador está no 230". Tanto a área técnica como o Colegiado da CVM concordaram nesse ponto, pois, anteriormente, a superintendência de relações com empresas já havia se pronunciado a favor dos minoritários da Sulina". (Grifos meus) Carvalho, Maria Christina, *CVM defende direito de retirada dos acionistas*, jornal Gazeta Mercantil, 21 de novembro de 1991.

(22) Apelação Cível n. 116.737-1, decisão publicada no "Minas Gerais" de 26 de setembro de 1991.

sonância com a opinião de Mauro Rodrigues Penteado em seu artigo já citado, afirmou em sua decisão que "... a Lei 7.958/89 não logrou eliminar o direito de retirada nas operações de incorporação, fusão, cisão e constituição de grupos de sociedades".

E segundo o voto do Sr. Juiz José Brandão, da Segunda Câmara Civil do Tribunal de Alçada do Estado de Minas Gerais, relator da apelação: "Não importa se a incorporação ultimou-se após a edição da Lei 7.958/89 vez que esta não eliminou o direito de retirada do sócio dissidente, permanecendo íntegro o direito de recesso do acionista minoritário", voto este, acompanhado na íntegra pelos demais Juizes.

Conforme comentários de Paulo Salvador Frontini sobre o acórdão da Segunda Câmara Civil do Tribunal de Alçada do Estado de Minas Gerais, "o argumento central da decisão comentada localiza-se no tópico da sentença que, adequadamente, transcreveu o ensinamento de Rodrigues Penteado. Em resumo: suprimiram-se dois incisos no texto do art. 137 da Lei 6.404/76. *Mas não foram suprimidas outras cinco disposições da Lei das Sociedades Anônimas que mantiveram intocado o direito de recesso*".²³ (grifos meus)

O segundo acórdão reiterando o entendimento de que a Lei 7.958/89 não suprimiu o direito de retirada nos casos de fusão, incorporação e cisão, foi proferido pela 7.^a Câmara do Tribunal de Alçada de Minas Gerais, na Apelação Cível n. 187.636-4.

Neste segundo caso, a ação ordinária foi proposta por um acionista dissidente, minoritário de outra companhia telefônica, que discordou da deliberação da

companhia de promover sua cisão parcial, e ainda, incorporar outra empresa telefônica e desejou exercer o seu direito de retirada, o que lhe foi negado pela companhia. A assembléia-geral foi realizada em 5.9.90, e a companhia entendeu que a partir da Lei 7.958/89, não havia mais possibilidade de exercer o direito de recesso nestes casos. O acionista ao propor a ação ordinária obteve decisão favorável, o que levou a companhia Ré a interpor uma apelação com o objetivo de reformar a decisão de primeiro grau.

Mas, segundo voto da ilustre Desembargadora Dra. Jurema Brasil Marins, Relatora da apelação em questão, "... o pedido formulado pelo apelado, em abstrato, é tutelado pelo art. 230, da Lei 6.404/76, que não foi revogado, nem é incompatível com o art. 1.^o da Lei 7.958/89, conforme se verá, mais pormenorizadamente, quando do exame do mérito".²⁴ E ao analisar o mérito ela prosseguiu, "De sorte que, não há que se afirmar que a lei posterior revogou a anterior, nem que o art. 137 deve prevalecer sobre o art. 230, da Lei 6.404/76". E assim, negaram provimento ao Recurso da companhia telefônica, confirmando entendimento anterior do mesmo Tribunal.

O legislador, por não observar toda a lei, mas apenas o art. 137, falhou no seu propósito de restringir o direito de recesso, criando grande controvérsia entre juristas e acionistas das S.A., e ocasionando inúmeros litígios. O Poder Judiciário, no entanto, vem se posicionando no sentido de manter o equilíbrio entre acionistas minoritários e majoritários, através do exercício do direito de retirada, conforme determinou — e ainda determina — a Lei das S.A.

⁽²³⁾ Frontini, Paulo Salvador, *Sociedade Anônima — Direito de Retirada — Recesso de Dissidente — Lei Lobão: um precedente judicial*, Revista de Direito Mercantil, S. Paulo: RT, n. 86, p. 76.

⁽²⁴⁾ Acórdão proferido pela 7.^a Câmara Cível do Tribunal de Alçada de Minas Gerais, na Apelação Cível n. 187.636-4, publicado no "Minas Gerais" de 15 de março de 1995.

Recentemente, com a edição da Medida Provisória n. 1.179, de 3 de novembro de 1995, que trata do fortalecimento e da reestruturação do Sistema Financeiro Nacional, obtivemos mais um exemplo de que a Lei Lobão não restringiu o direito de recesso nos casos já abordados.

O objetivo da Medida Provisória n. 1.179 é instituir o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, garantir a liquidez e solvência do Sistema, além de defender os interesses dos investidores e depositantes. Para tal, incluiu entre estas instituições àquelas porventura sob os regimes especiais previstos na Lei 6.024/74 e no Dec.-lei 2.321/87.

Na realidade trata-se de uma reação do Governo aos recentes casos de intervenções em bancos estaduais e privados que vêm atingindo o mercado desde o início deste ano. Com a instituição deste Programa, o Governo espera proteger o mercado de novas intervenções incentivando a união de instituições em dificuldades com outras mais fortes. Como incentivo instituiu um tratamento tributário especial à essas instituições que sejam promover incorporações (art. 2.º), favorecendo assim a desejada concentração do sistema financeiro.

Além da previsão de tratamento tributário especial, a referida Medida Provisória em seu art. 3.º determina que os acionistas minoritários das instituições pertencentes ao Sistema Financeiro Nacional não poderão exercer o direito de retirada nos casos de reorganização societária:

“Art. 3.º Nas reorganizações societárias ocorridas no âmbito do Programa de que trata o art. 1.º não se aplica o disposto nos arts. 230, 254, 255, 256, § 2.º, 264, § 3.º, e 270, parágrafo único, da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976”.

Trata-se de uma nova tentativa de restringir o direito de retirada do

minoritário sob a argumentação de que muitos deles poderiam prejudicar o processo de concentração das instituições financeiras, ao exercerem esse direito.

Se a Lei Lobão tivesse realmente restringido tal direito, não haveria necessidade do Governo Federal se preocupar em enumerar diversos artigos da Lei 6.404/76 que tratam do direito de recesso nos casos de fusões, incorporações, cisões e constituição de grupos de sociedades, para assim, tentar evitar as demandas dos minoritários, que certamente ocorrerão.

3. Novas propostas de alterações

A Comissão de Valores Mobiliários vem se mobilizando para criar um projeto de reforma da Lei das Sociedades Anônimas que proporcione uma modernização na legislação atual e, conseqüentemente, uma maior democratização e fortalecimento do mercado de capitais.

Em 6 de março de 1992, o colegiado da Comissão de Valores Mobiliários pôs em audiência pública uma proposta de reforma que propiciaria o visado fortalecimento, embora estivesse eivada de defeitos técnico-jurídicos. Tal proposta, no entanto, foi logo substituída por outra, em janeiro de 1993.

No que concerne ao direito de retirada, a proposta de 1992 indicava a revogação da Lei 7.958/89.²⁵ Tratava-se de uma vitória dos acionistas minoritários, pois como foi abordado no capítulo anterior, esta lei visou suprimir o direito de recesso aos acionistas dissidentes nos casos de fusão, incorporação, cisão e participação em grupos de sociedades, para isso, alterando a redação do art. 137 da Lei 6.404/76, já estudado.

(25) Edital de Audiência Pública da CVM de 6 de março de 1992.

Na realidade, como já visto, uma análise mais profunda levou os intérpretes a concluir que o direito de recesso nestas hipóteses não foi revogado pela Lei 7.958/89, pois não foram alterados ou retirados os outros artigos que tratavam do assunto e que asseguravam este direito aos minoritários dissidentes.

Portanto, a visão dominante sobre o assunto é de que permanece eficaz o direito de recesso nas hipóteses pretensamente retiradas pela Lei 7.958/89. Mas de qualquer modo, sua revogação pelo penúltimo projeto da Comissão de Valores Mobiliários era louvável, pois encerraria um período de dúvidas sobre a matéria e tranquilizaria os acionistas minoritários, evitando que entrassem com novos processos na Justiça para verem seus direitos reconhecidos e garantidos. Esta no entanto, foi a única alteração com relação ao direito de recesso apresentada por aquele projeto.

A última proposta de alteração veio logo a seguir, com a mudança da diretoria da Comissão de Valores Mobiliários, e foi colocada em audiência pública em 18 de janeiro de 1993.²⁶

Este projeto, embora do ponto de vista técnico-jurídico seja melhor elaborado, não favorece em nada os investidores do mercado, ao contrário do anterior, que proporcionaria um revigoreamento no mercado de capitais.

Quanto ao direito de recesso, várias foram as alterações propostas, inclusive a revogação da Lei 7.958/89.

A primeira alteração a ser analisada é a da redação do art. 137, que passaria a ser a seguinte:

“Art. 137 — A aprovação das matérias previstas nos números I a VI do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

I — nos casos dos números I e II do art. 136 somente terá direito de retirada o acionista titular de ações da classe ou classes prejudicadas pela deliberação;

II — o reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de trinta dias contados da publicação da ata assembleária; e

a) no caso de deliberação previamente aprovada por assembleia especial, o prazo dos dissidentes desta assembleia será contado da publicação da ata da assembleia geral;

b) no caso de deliberação sujeita a ratificação por assembleia especial, o prazo dos dissidentes da assembleia geral será contado da publicação da ata da assembleia especial”.

Importante esclarecer que a redação do art. 136 também foi bastante alterada, portanto, faz-se necessária a reprodução dos incisos que são citados no art. 137 proposto, como ensejadores do direito de recesso:

“Art. 136 — (...)

I — alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;

II — aumento de classe de ação preferencial em proporção maior do que a do aumento das demais espécies e classes, salvo se já previsto ou autorizado pelo estatuto;

III — redução do dividendo obrigatório;

IV — fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;

V — participação em grupos de sociedades (art. 265);

VI — mudança do objeto da companhia;”

Podemos observar que esta proposta volta a permitir expressamente o direito de recesso nos casos de incorporação, fusão e participação em grupos de sociedades, que a Lei 7.958/89 pretendia proibir.

⁽²⁶⁾ Edital de Audiência Pública da CVM de 18 de janeiro de 1993.

No entanto esta última proposta da Comissão de Valores Mobiliários continuou insistindo em negar o direito de retirada nos casos de cisão da companhia (inc. IX do “novo” art. 136), com o que, conforme já abordado neste trabalho, discordamos, já que a cisão provoca uma alteração profunda na estrutura da sociedade, muitas vezes atingindo e prejudicando os interesses dos seus acionistas. Mas desta vez, houve a preocupação, louvável por sinal, de retirar a expressão “ou cisão” da redação do art. 230, evitando as discussões que até hoje ocorrem, devido a este tipo de feito na Lei Lobão.

Além disso, com a nova redação do art. 136 foi restringido o direito de retirada também nos casos de cessação do estado de liquidação da companhia (novo inc. VII), de criação de ações preferenciais (novo inc. VIII) e de dissolução da companhia (novo inc. X), o que também não se justifica, permanecendo a intenção de restringir a proteção aos acionistas minoritários, prejudicando seus interesses. Com este tipo de medida, o mercado de capitais acabará perdendo novos investidores e se enfraquecendo.

A justificativa para esta redução, segundo a comissão designada pelo presidente da CVM, foi apresentada no seu relatório.²⁷ A alegação se baseia no fato das legislações estrangeiras que admitem o direito de retirada, inclusive a italiana, onde se originou, tenderem, atualmente, a diminuir as hipóteses para seu exercício, porque este pode muitas vezes por em risco a sobrevivência da empresa.

O último projeto também alterou o § 1.º do art. 45, que trata do valor do reembolso:

“Art. 45 — O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembléia-geral o valor de suas ações.

§ 1.º — O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, em qualquer caso, não será inferior.

a) na companhia com ações admitidas à negociação em bolsa de valores, à média das cotações diárias da ação nos sessenta dias de efetiva negociação anteriores à convocação da assembléia-geral, determinada após atualização monetária das cotações até a véspera da convocação;

b) nas demais companhias, ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembléia-geral, observado o disposto no § 2.º, salvo se o estatuto estimular a avaliação das ações (§ 3.º)”.

Ao estabelecer como preço do reembolso nas companhias abertas com ações negociadas em bolsa, o valor médio das suas cotações em determinado período, acabaria por prejudicar o acionista dissidente, que poderia obter preço melhor por elas, como o do seu valor patrimonial, conforme o texto vigente permite. Se o acionista vai receber o valor da cotação das suas ações, então não haverá diferença entre vender suas ações na bolsa de valores e exercer o direito de recesso, acabando praticamente por eliminar este último.

Como podemos auferir desta pequena análise da última proposta de alteração da Lei 6.404/76, no que concerne ao direito de retirada, o grande mérito seria revogar a Lei 7.958/89. Mas em contrapartida, acabaria trazendo novas hipóteses para restrição do exercício do direito de recesso. Tal fato prejudicaria o fortalecimento do mercado de capitais no país, pois favorece as companhias, mas prejudica os pequenos investidores.

⁽²⁷⁾ Relatório da comissão designada pelo Presidente da CVM para apreciar sugestões de revisão da Lei 6.404/76.

4. Conclusão

É importante observar que apesar da evolução do instituto do direito de retirada no Brasil, ainda hoje há divergências quanto às hipóteses em que deva ser exercido. E não poderia ser diferente, visto que o tema está ligado ao desenvolvimento do setor empresarial e do mercado de valores mobiliários, em nosso país.

As alterações foram realizadas com o intuito de favorecer o crescimento das companhias nacionais, fazendo com que as leis societárias acompanhassem as evoluções ou que as favorecessem.

O direito de recesso é um direito essencial do acionista, como foi abordado no início deste trabalho, que visa a proteção dos interesses dos minoritários.

No entanto, há hoje uma tendência em se reduzir as hipóteses em que o acionista minoritário possa exercer esse direito. Isto se dá sob o pretexto de que muitas vezes o minoritário prejudica a realização de operações a serem feitas pela companhia, discordando da deliberação que a aprovou e retirando-se da sociedade. Muitas vezes esta retirada pode representar uma perda patrimonial

grande para a sociedade, exigindo que a companhia desista da operação e retroceda em sua decisão, sob pena de sucumbir a um prejuízo que não pode arcar.

Na realidade, deve-se tentar um equilíbrio entre a proteção aos acionistas minoritários e ao desenvolvimento das companhias. A argumentação de que os minoritários muitas vezes abusam desta proteção legal, prejudicando operações que beneficiariam a sociedade, não é de todo exagerada e pode ocorrer de fato. Mas não se pode, baseado nisto, reduzir os casos em que o direito de retirada é permitido, sem observar as consequências para os minoritários, e sem procurar o equilíbrio necessário entre os interesses da companhia e dos seus acionistas.

As alterações na legislação societária são muitas vezes necessárias, mas é importante que haja uma preocupação não só com o desenvolvimento das sociedades anônimas, mas com os acionistas também. Os minoritários são investidores importantes, que ajudam na criação de novas companhias, investindo seu capital em novas sociedades. Não se pode esquecer esta função vital para a companhia.

AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E A TAXA DE JUROS

PEDRO FREDERICO CALDAS

Sumário: 1. Introdução — 2. Conceito e classificação: 2.1 Conceito: 2.1.1 Classificação — 3. Liberdade e limitação da taxa: 3.1 Um problema histórico: 3.1.1 Liberdade de fixação dos juros; 3.1.2 O retorno das restrições — o advento da Lei de Usura; 3.1.3 O anatocismo; 3.1.4 A proibição da "cláusula ouro"; 3.1.5 O fenômeno inflacionário — 4. A limitação da taxa e as instituições financeiras: 4.1 A Lei de Usura e as instituições financeiras — o advento da Lei 4.595/64: 4.1.1 A correção monetária; 4.1.2 A comissão de permanência; 4.1.3 Limitação constitucional à taxa de juros das instituições financeiras — 5. Conclusão.

1. Introdução

1. O nível da taxa de juros é de importância fundamental para a economia. Ela não só é fator de composição de custo, mas também, se presta como poderosa ferramenta de contração ou expansão da base monetária, conforme tenha seu nível elevado ou diminuído. O juro mais alto aumentará certamente o custo de produção da economia como um todo, sobre desaquecer o crescimento da economia ou, até, provocar uma recessão econômica, além de onerar o custo de carregamento tanto da dívida pública quanto da dívida privada. Já o rebaixamento do nível da taxa provocará a expansão da base monetária, pela expansão do crédito em geral, movimento que tenderá, pelo menos no curto e médio prazos, a aquecer a taxa de expansão econômica.

2. O cenário macroeconômico acima desenhado não é mais do que o reflexo das inúmeras, milhões mesmo de decisões dos agentes no plano microeconômico. Conforme oscile a taxa de juros, as pessoas tenderão ou não a consumir

ou a poupar. A direção tomada pelo conjunto imensurável dessas decisões ditará os rumos da economia.

3. No centro dessas decisões, seja captando dos poupadores, seja emprestando aos tomadores de recursos, financiando o investimento e o consumo, estão as instituições financeiras como um dos mais importantes atores do cenário econômico. Cabe a elas, instituições financeiras, o papel relevante de atuar tanto na ponta da captação, tomando os recursos daqueles que desejam poupar, pagando-lhes os juros da aplicação financeira, como, na outra ponta do sistema, aplicando os recursos arrematados mediante a concessão de financiamentos aos produtores, ou emprestando recursos diretamente aos consumidores, possibilitando a antecipação de consumo que, sem o crédito bancário, seria certamente adiado.

4. As operações passivas dos bancos, captando recursos junto a milhões de poupadores, formam o grande *funding* das suas operações ativas, pelas quais a produção e o consumo são financiados

na outra ponta do sistema, permitindo que decisões econômicas opostas (aplicar e tomar recursos financeiros) se harmonizem e permitam o equilíbrio do sistema econômico. Os juros pagos aos aplicadores (poupadores) vão compor o custo da atividade bancária, ao lado de outras despesas como salários, impostos e contribuições, aluguéis, comunicações, energia etc.

5. Em termos gerais, pode-se dizer que o diferencial (*spread*) entre o juro pago no ato da captação e o cobrado no ato do empréstimo é o fator que financia e permite ao sistema bancário custear as suas atividades, pagar os impostos devidos e gerar o lucro do banqueiro.

6. Poder-se-ia afirmar a desnecessidade da existência de bancos se a todos fosse permitida a intermediação financeira, ou seja, captar e emprestar recursos, operando da mesma forma como operam as instituições financeiras. Entretanto, a atomização do sistema conduziria à insegurança e à anarquia financeira, inviabilizando os empréstimos de valores consideráveis, pelo pequeno porte dos agentes financeiros, e a organização e fiscalização do sistema pela pulverização dos atores econômicos.

7. Seja como for, o juro e, conseqüentemente, o nível das taxas e dos *spreads* são elementos fundamentais para a existência e perfeito funcionamento do sistema financeiro bancário, sem o qual nenhuma economia moderna e dinâmica se viabiliza, não estando, aqui, em questão se o sistema é privado, ou estatal. Numa economia equilibrada, em que os dispêndios públicos, o nível da poupança nacional, as taxas de juros e o grau de inflação não apresentem caráter enfermício, os agentes econômicos estabelecem suas estratégias dentro de um horizonte seguro e as variáveis eco-

nômicas deixam de ser um exercício de adivinhação.

2. Conceito e classificação

2.1 Conceito

8. Tomemos de permeio uma indagação procedente: por que se pagariam juros? A resposta daria o fundamento dos juros e poderia infletir no sentido de os juros serem o preço da diferença entre a satisfação presente e equivalente satisfação no futuro. Com isso estaríamos dizendo que os juros são o preço do crédito, definindo-se o crédito, embora de forma banal, como o uso presente de bens futuros. Através do crédito podemos antecipar o gozo de bens que, não fora ele, só teríamos acesso no futuro. Por essa comodidade, por essa satisfação antecipada, pagamos juros. Tomando os juros pela ótica do investimento, como algo associado ao capital ou ao proprietário do capital, John S. Gambs diz que podem ser considerados como um pagamento pela poupança e pelo fato de permitir que estas economias fiquem à disposição dos investidores.¹ Outros consideram que os juros seriam o preço da liquidez, pago por aqueles que preferem se manter liquidados.

9. Como se vê, a razão econômica, a explicação do porquê de uma soma de dinheiro, ou de uma porção de coisas fungíveis, poder dar frutos, pertence ao campo da ciência econômica. O direito reconhece o fenômeno econômico e, com diz Ruggiero, "apenas intervém para o regular, quer ditando normas para os casos em que, mesmo sem a vontade das partes, uma prestação deva produzir

⁽¹⁾ Gambs, John S., *Iniciação Simples à Economia* (título da edição em inglês "Man, Money and Goods"), p. 103, 1.ª ed. brasileira, 1959, Ed. Fundo de Cultura.

juros, quer pondo limites à liberdade das partes, para combater as manifestações patológicas desse fenômeno e em primeiro lugar a usura".²

10. Etimologicamente, juro vem da adaptação do latim *jure*, ablativo de *jus juris*, com o significado de direito.³ Com o raciocínio agudo costumeiro, o mestre Pontes de Miranda diz, lapidarmente, que se entende por juros o que o credor pode exigir pelo fato de ter prestado ou de não ter recebido o que se lhe devia prestar. Pontes realça que, numa ou noutra espécie, o credor foi privado de valor, que deu, ou de valor, que teria de receber e não recebeu, ressumbrando disso dois elementos conceituais dos juros, quais sejam, o *valor da prestação*, feita ou a ser recebida, e o *tempo* em que permanece a dívida, daí o cálculo percentual ou outro cálculo adequado sobre o valor da dívida, para certo trato de tempo. Os juros são prestados em coisas fungíveis, embora ordinariamente em dinheiro.⁴

11. Dessa linha não se distancia Ruggiero ao afirmar que "são na verdade juros aquelas quantidades de coisas fungíveis, que o devedor deve ao credor em compensação do gozo de uma maior quantidade das mesmas coisas devidas ao mesmo credor, e surgem como uma obrigação acessória, cujo conteúdo se equipara como percentagem à quantidade de capital".⁵

2.1.1 Classificação

12. Muitos autores classificam os juros em remuneratórios e moratórios, como se os juros moratórios também não remunerassem; outros dizem que os juros são convencionais e legais, conforme resultem da vontade das partes ou da lei.

13. Colhendo-se, aqui e ali, espécies relatadas em um sem número de autores, pode-se classificar os juros em: a) convencionais e legais, b) compensatórios e moratórios, estes subdivididos em moratórios legais e moratórios convencionais, c) juros pós-periódicos e juros pré-periódicos, e d) juros simples e juros compostos.

14. Os juros convencionais são aqueles cuja incidência resulta da manifestação bilateral ou unilateral de vontade, no mais das vezes tendo por fonte o contrato. Os juros legais são os que incidem por determinação da lei. De ordinário, decorrem da previsão legal para a hipótese do delito civil, como no caso das indenizações por atos ilícitos, ou do delito civil da mora, ou ainda, ausente o delito civil, mas presente a obrigação de reembolsar, como nas hipóteses do mandato (art. 1.311 do CC) e da gestão de negócios (art. 1.382 do CC).

15. Diz-se compensatórios os resultantes da vida normal do contrato, ou seja, quando fluem no curso normal da obrigação, enquanto que os moratórios resultam do retardamento indevido no cumprimento da avença, isto é, da mora em solver a obrigação, modalidade de delito civil. Os juros moratórios comportam a subdivisão de moratórios legais e moratórios convencionais, conforme tenham ou não as partes disposto sobre os juros para a hipótese da mora, isto é, no silêncio do contrato, os juros

(2) Ruggiero, Roberto de, Instituições de Direito Civil, v. 3, p. 38, 3.ª ed., tradução de Ary dos Santos da 6.ª ed. italiana, Ed. Saraiva, 1973.

(3) Dicionário Etimológico Nova Fronteira da Língua Portuguesa, de Antônio Geraldo da Cunha, 1.ª ed., 2.ª impressão.

(4) Tratado de Direito Privado, tomo XXIV, p. 15, 3.ª ed., reimpressão, Ed. Borsoi, Rio de Janeiro, 1971.

(5) Obra citada, p. 38.

da mora incidirão na forma estabelecida em lei. Convém salientar que, presente a mora, os juros, pela taxa pactuada, ou, não havendo pacto da taxa legal, são acrescidos de 1% ao ano, como se colhe do Dec. 22.626, de 1933.

16. O ato jurídico em que pactuados os juros normalmente estabelece os termos para que sejam satisfeitos. Quando os juros nascem após o transcurso de determinado período, diz-se que os juros são pós-periódicos ou juros corridos, nascidos sempre a cada período, sem dúvida alguma a forma mais ordinária de nascimento dos juros; nominasse, por outro lado, de pré-periódicos os juros que nascem adiantadamente. Neste caso, se o capital ficar em poder do tomador por prazo inferior ao previsto para os juros antecipados, nasce ao que pagou os juros por antecipação a ação de repetição.

17. São considerados simples os juros que não produzem juros e, compostos, os que fluem dos juros. Nos juros compostos contam-se novos juros dos juros já contados, pela taxa pactuada (vide, por exemplo, o art. 1.544 do CC e o art. 4.º do Dec. 22.626/1933), de tal sorte que ao final de determinado lapso de tempo os juros acumulados ultrapassam o valor que se obteria caso os juros fossem simples. Este fenômeno ocorre quando há capitalização dos juros, permitida em algumas hipóteses, como será examinado adiante, quando do exame do anatocismo.

3. Liberdade e limitação da taxa

3.1 Um problema histórico

18. Ao longo da história, a taxa dos juros, mesmo a sua simples cobrança, tem sido o centro de acesa polêmica: os fenícios não toleravam que fossem

auferidos em quantidade superior ao capital emprestado; os hebreus só o praticavam com os estrangeiros; os espartanos parecem não ter praticado o empréstimo a juros, face à proibição imposta pela legislação de Licurgo, enquanto os atenienses sempre o praticaram e com taxas bastante altas; os romanos o praticavam sem taxa legalmente fixada até o advento de sua regulamentação com a lei de Duílio e Menênio, em 398; o catolicismo sempre profligou o empréstimo a juros, principalmente a juros altos, a que os doutores da Igreja denominavam *usura vorax*, culminando a proibição de sua cobrança por decisões conciliares, principalmente por resolução dos Concílios de Nicéia e de Latrão, embora a realidade dos mortais tenha levado Pio IX, em 1860, a emitir empréstimo em escudos romanos.⁶ O Corão tornou os juros interditos no Oriente muçulmano. Seu capítulo XXX, v. 38, diz que “o dinheiro que dais a juros para o aumentardes com o bem dos outros, não aumentará perante Deus”, ameaçando, no capítulo II, v. 276, com o fogo eterno aqueles que se voltassem para a usura.⁷

19. O exame da situação no Império Romano e no direito canônico nos dá bem conta de como a matéria era disciplinada, como se colhe do magistério de Enneccerus,⁸ *verbis*:

“El tipo máximo de interés del derecho romano clasico era 12 por 100 (centesimae usurae, a saber 1 por 100

⁽⁶⁾ M. I. Carvalho de Mendonça, Doutrina e Prática das Obrigações, t. II, p. 71/73, aumentada e atualizada por Aguiar Dias, Ed. Forense, Rio de Janeiro, 1956.

⁽⁷⁾ Jayme de Altavila, Origem dos Direitos dos Povos, p. 105, 2.ª ed., Ed. Melhoramentos.

⁽⁸⁾ Enneccerus, Ludwig, Derecho de Obligaciones, t. II, p. 58, undécima revisión por Heinrich Lehmann, tradução de Blas Pérez González e José Alguer, e. Bosch, Barcelona, 1954.

promense) pero fué reducido por Justiniano al 6 por 100. Los comerciantes sólo podían tomar el 8 por 100, las personas de jerarquía elevada (viri illustres) sólo el en 4 por 100. El derecho canónico prohibió totalmente los intereses por considerarlo inmoral, pelo admitió la compraventa de rentas en la cual el deudor podría reservarse también el retrato restando el precio. Económicamente esto equivalía a un negocio a interés que, por cierto, el acreedor no podía denunciar".

20. A oposição à cobrança de juros, ou a sua cobrança a taxas grandeadas, foi uma constante na história e a literatura se encarregou de caricaturizar a figura do onzenário, aplicando-se quase sempre o rótulo de avaro, sobre lhe atribuir comportamento ridículo, quando não desprezível. A influência do catolicismo foi marcante durante toda a Idade Média e continuou ainda muito forte ao depois.

3.1.1 Liberdade de fixação dos juros

21. Tenha-se presente que as bases do liberalismo moderno começaram a ser fincadas no Século XVII, principalmente com a consolidação dos seus princípios, na Inglaterra, por John Locke, rompendo-se a arraigada tradição aristotélica; tenha-se ainda que a Economia Política somente surgiu no Século XVIII, quando David Hume já tinha escrito seus ensaios econômicos (1685). O credo reformista estabeleceu posição contrária ao do catolicismo e Calvino, por primeiro, tomou posição contrária à proibição dos juros, com os estados protestantes na vanguarda de sua aceitação. Afinal, o credo protestante não condenava nem o lucro nem a riqueza, pelo contrário.

22. Vanguarda contra a erronia feudal-católica de abjurar os juros,

Montesquieu, citado por M. I. Carvalho de Mendonça,⁹ com a sua natural clareza proclamou:

"É sem dúvida, uma ação muito boa emprestar a outrem seu dinheiro sem juro; sente-se, porém, que isso possa ser um conselho de religião, não da lei civil (...). O dinheiro é o signo dos valores. Claro é que quem tem necessidade desse signo deve alugá-lo, como faz com tudo que tem necessidade. A diferença única é que as outras coisas se podem alugar ou comprar, enquanto que o dinheiro, que é o preço das coisas, se aluga e não se compra".

23. De toda forma, o triunfo do liberalismo econômico e da consequente liberdade contratual só receberá as bênçãos devidas na pia batismal da Revolução Francesa, que, no particular versado, declarou livre a fixação dos juros em assembleia de 12.10.1789.¹⁰ Já os socialistas, mesmo os modernos, profligam os juros, a exemplo de Proudhon, que chegou a formular a teoria do empréstimo gratuito, sofrendo em contrapartida veemente e brilhante confutação de Bastiat.

24. No Brasil, as coisas não passaram de forma diferente. Por muito tempo, seguimos a tradição católica de anatematizar os juros, ou, quando nada, o nível de sua taxa. Ultrapassada essa política histórica, passou a nossa legislação a adotar uma postura liberal, de liberalismo econômico, deixando a taxa a critério das partes, inclusive permitindo o Código Civil que as partes estipulassem o pagamento de suas obrigações em moeda estrangeira, nos termos do § 1.º, do art. 947, em que se diz que "É, porém lícito às partes estipular que

⁹ Obra citada, p. 74/75.

¹⁰ Antônio Chaves, Tratado de Direito Civil, Obrigações 2, tomo I, p. 198, 3.ª ed., Ed. RT, S. Paulo, 1984.

se efetue (o pagamento) em certa e determinada espécie de moeda, nacional, ou estrangeira", posto que facultasse, no § 2.º do mesmo artigo, a opção de pagar em moeda estrangeira, ou pelo seu equivalente em moeda nacional, tudo na linha já traçada pelo Código Comercial de 1850, principalmente no n. 4 do seu art. 431, antecedido, no particular, pela Lei 401, de 11.9.1846, que estabelecera, em seu art. 3.º, o princípio da livre conversibilidade da moeda¹¹ (vide Pontes, obra citada, p. 153). Antecede esta lei o Alvará de 5 de maio de 1810, expedido pelo Príncipe Regente, liberando o valor do prêmio cobrado pelo empréstimo de dinheiro ou outros fundos a risco para o comércio marítimo, sem restrição de quantia, ou de tempo.¹² Cumpre salientar, ainda, que a Lei 5.108, de 1926, fixava o valor real do mil réis, moeda então corrente, em 180 miligramas de ouro fino, o que lastreava nossa moeda ao padrão ouro e fixava o valor do câmbio.

25. O nosso código Civil, na esteira da legislação mais modernas, não cuidou do regramento dos juros convencionais, limitando-se a disciplinar os juros legais e os juros moratórios, adotando uma posição não-intervencionista, afinada com a ideologia central do código, que imbuía na direção da mais ampla autonomia contratual, deixando que as partes dispusessem sobre o conteúdo e a economia dos contratos. Quanto ao mútuo feneratício (de *foenus*, palavra que designava juros, em Roma), i.e., mútuo de dinheiro a juros, as partes

eram livres para fixar a taxa abaixo ou acima da taxa legal, nos termos do art. 1.262. Mais tarde, cedendo a uma tendência de intervenção do Estado na economia, entre nós acentuada a partir da chamada Revolução de Trinta, leis emergenciais e restritivas da liberdade contratual vieram a estabelecer uma severa política de juros e restrições quanto ao pagamento em moeda estrangeira, como será visto.

3.1.2 O retorno das restrições — o advento da Lei de Usura

26. O Governo Provisório entronizado pela Revolução de 30, sob a invocação de que a remuneração exagerada do capital, impeditiva do desenvolvimento das classes produtoras, contrariava os interesses superiores do país, e tendo em vista que todas as legislações modernas adotavam normas severas para regular, impedir e reprimir os excessos praticados pela usura, editou o Dec. 22.626, em 7.4.1933, dispondo sobre os juros nos contratos e dando outras providências, convindo salientar que os decretos expedidos pelo Governo Provisório tinham força de lei.

27. A norma basilar sobre os juros estava contida no art. 1.º daquele decreto, ao ditar: *É vedado, e será punido nos termos desta Lei, estipular em quaisquer contratos taxas de juros superiores ao dobro da taxa legal*, mesmo que a pretexto de comissão — complementava o seu artigo segundo, sobre impor a nulidade do contrato celebrado com infração dessa lei, nulidade que a doutrina e a jurisprudência entenderam, mais tarde, atingir somente a cláusula infringente.

28. Como a taxa legal de juros, prevista no art. 1.062 do Código Civil, era de seis por cento ao ano, a sua dobra

⁽¹¹⁾ Carvalho Santos, J.M. Código Civil Brasileiro Interpretado, v. XII, p. 187 ss., 8.ª ed., Freitas Bastos, 1963.

⁽¹²⁾ Hernani Estrella, Da Teoria dos Juros no Código Comercial, trabalho publicado na Revista da Faculdade de Direito da USP, v. XLV, p. 410/12, 1950.

(doze por cento ao ano), se constituía na taxa máxima referida pelo Dec. 22.626/33.

29. O decreto rompia a plena liberdade de fixação de juros, observada pelo Código Civil e, já bem antes, pelo Código Comercial, inaugurando um longo período de intervenção estatal na fixação das taxas de juros e abrindo um longo debate em torno da aplicação de suas regras às operações das instituições financeiras, tudo se complicando pela paulatina instalação, mais tarde, de uma crônica e ascendente inflação.

3.1.3 O anatocismo

30. Além disso, ficava proibido, também, o anatocismo, acima já referido, e que se consubstancia na cobrança de juros dos juros, ressaltando o decreto a possibilidade da acumulação de juros vencidos aos saldos líquidos em conta corrente de ano a ano, como previsto no art. 253 do Código Comercial. Por simetria ou extensão da norma, passou-se a admitir a capitalização anual. Por outro lado, nunca foi proibido, uma vez recebidos juros por períodos menores de um ano, se contassem juros do seu reempréstimo.

31. A proibição do anatocismo permanece em vigor até hoje, embora não se negue ao Conselho Monetário Nacional, órgão governamental criado bem depois da edição do decreto sob comento, competência para dispor sobre a matéria, dentro de sua ampla competência para disciplinar o crédito bancário em todas as suas modalidades, as operações creditícias em todas as suas formas e limitar as taxas de juros, como oportunamente, neste trabalho, será analisado.

32. Nos financiamentos rurais concedidos pelas instituições integrantes do sistema nacional de crédito rural, por

meio de títulos de crédito rural (Dec.-lei 167/67), os juros poderão ser capitalizados, na forma prevista no art. 5º do referido decreto-lei.

33. Fato é que a capitalização de juros é, de regra, proibida, punida na forma da legislação vigente, salvo as expressas exceções legais, ou se o Conselho Monetário Nacional deliberar diversamente ao disciplinar determinadas linhas ou operações creditícias, no exercício da competência que lhe outorgou a Lei 4.595/64.

34. No rastro do Dec. 22.626, veio a Lei 1.521, de 26.12.1951, elencando crimes e contravenções contra a economia popular, dentre os quais o crime de usura pecuniária ou real, configurado quando se cobrar juros, comissões ou descontos percentuais, sobre dívidas em dinheiro, superiores à taxa permitida por lei, prevendo, como punição, pena de detenção de seis meses a dois anos, além de multa (art. 4.º, a).

3.1.4 A proibição da "cláusula ouro"

35. Buscando a proteção da moeda nacional e tornar efetivo o seu curso forçado, o Dec. 23.501, de 27.11.1933, declarou nula qualquer estipulação de pagamento em ouro ou moeda estrangeira. Essa disposição rompia com a tradição do nosso direito, firmada tanto no Código Comercial (art. 431, § 4) quanto no Código Civil (art. 947, § 1.º). Essa iniciativa do Governo Provisório seguia uma tendência mundial, principalmente após a conhecida crise de 1929 de consequências tão graves para o mundo. A exposição de motivos do decreto invocava a posição de outros países, anteriores e no mesmo sentido da tomada por aquele diploma legal.

36. Daí em diante, a política monetária em relação à proibição da estipu-

lação de pagamento em moeda estrangeira ou em ouro de obrigações contratadas no país seguiu um curso coerente, somente retocado pela discussão sobre a possibilidade de utilização de moeda estrangeira como moeda de conta — não de pagamento — em obrigações internas. Essa discussão se prolongou no tempo, vindo a predominar a corrente doutrinária contrária à utilização da moeda estrangeira, mesmo como moeda de conta, tendo-se a jurisprudência majoritária, inclusive a do STF, também se inclinado nesse sentido.

37. Por último, em 11.9.1969, foi editado o Dec.-lei 857, reafirmando a proibição, reafirmando também a possibilidade da fixação do pagamento em moeda estrangeira nas operações de comércio exterior e nos contratos de financiamento ou de prestação de garantias às nossas operações de exportação, e abrindo exceção para outros contratos em que pelo menos uma das partes, devedor ou credor, fosse um *não-residente*, fora parte os contratos relativos à locação de imóveis situados no território nacional. Permitia também a exceção em relação aos chamados contratados derivados, ou seja, aqueles cujo objeto fosse a cessão, transferência, delegação, assunção ou modificação das obrigações contratadas em moeda estrangeira.

38. O Dec.-lei 857/69 foi confirmado em suas linhas gerais por vários diplomas legais, principalmente pelas medidas provisórias, após a Constituição de 1988, utilizadas como medidas emergenciais de eclosão dos chamados planos de estabilização da economia nacional, inclusive pelos diplomas que dão sustentação jurídica ao plano de estabilização da economia em curso (Plano Real).

3.1.5 O fenômeno inflacionário

39. A inflação é um mal que nunca se extirpa de todo. Mesmo havendo, em

termos macroeconômicos, total controle das fontes inflacionárias (orçamento público equilibrado, nível adequado de meio circulante, economia com adequado nível de abertura, controle de demanda etc.), ainda assim haverá sempre uma inflação residual, decorrente de “n” fatores não controláveis por políticas econômicas, como problemas climáticos (excesso de chuvas, secas prolongadas, chuva de granizo), esgotamento de fontes de matérias-primas, guerras etc. Nos países onde não se transige com a inflação, o seu percentual de incremento é pequeno com as taxas variando entre um e três por cento ao ano.

40. Infelizmente o Brasil, principalmente a partir da segunda metade da década de cinquenta, não foi nenhum exemplo de país que perseverasse no controle de sua inflação, cujo nível esteve sempre acima de um dígito por ano, para não falar da leniência com que se tratou este aspecto enfermício da economia, a partir dos anos sessenta, principalmente a partir dos anos oitenta, até recentemente.

41. Não é difícil se vislumbrar o problema que era a efetiva aplicação das severas normas do Dec. 22.626/33 e do art. 4.º da Lei 1.521/51 num ambiente em que o combate às fontes inflacionárias não era uma política de prioridade absoluta. Os particulares procuravam por todos os meios contornar a taxa máxima de juros permitida (12% ao ano) através de diversas estratégias contratuais em evidente *frau legis*.

42. Mesmo no campo do crédito tributário o problema era angustiante para o erário. As taxas vigentes dos juros moratórios eram um permanente convite à mora tributária. Os juros acrescidos sobre os valores em mora, mesmo agregando-se as multas, eram folgadoamente superados, ao longo do

tempo, pela taxa de inflação. Os problemas de crédito fiscal foram superados pelo advento da correção monetária, como adiante se verá.

4. A limitação da taxa e as instituições financeiras

4.1 A Lei de Usura e as instituições financeiras — o advento da Lei 4.595/64

43. Relativamente às operações bancárias, a disputa era intensa, tanto na doutrina quanto na jurisprudência, quanto à aplicação das limitações do Dec. 22.626 e, via de consequência, do art. 4.º da Lei 1.521. Esse estado de incerteza levava os bancos a lançar mão de estratégias os mais diferentes, como casamento de operações, cobrança de prêmio, comissões etc. O problema existia tanto nas operações bancárias passivas (captação de poupança) quanto nas ativas, embora neste segundo caso o problema fosse mais crucial para as instituições financeiras.

44. Em outra ponta, a poupança pública não era estimulada porque ninguém queria receber juros amplamente superados pela taxa de inflação. Não havia um sistema atrativo de poupança bancária, não se identificando vantagens palpáveis em se aplicar em títulos bancários. Tudo isso fazia com que a taxa de poupança do país se comportasse em termos inversamente proporcionais ao nível da inflação medida.

45. É sabido que no primeiro lustro dos seus sessenta o Brasil, em função dos conflitos naturais a um recente processo de modernização da economia e, ainda, em razão do conflito ideológico que engolfava o mundo, ingressou em intensa crise de caráter político,

social e econômico. O aspecto econômico da crise mostrava seu lado mais doloroso no plano inflacionário. Inaugurava-se, por assim dizer, o processo de inflação acelerada e crescente de nossa economia. Todas essas contradições desaguaram numa intervenção militar cujo plano era sanear a economia e as instituições para adaptá-las a nova realidade de nacional e internacional.

46. Dentro desse escopo, foi reestruturado o sistema financeiro nacional, criando-se o Conselho Monetário Nacional, cujo órgão embrionário foi a extinta Superintendência de Moeda e do Crédito (Sumoc), criando-se, também, o Banco Central do Brasil. O instrumento jurídico dessa reestruturação foi a Lei 4.595, de 31.12.1964, ano em que ocorreu o movimento militar vitorioso.

47. No bojo dessa lei, no seu art. 4.º, atribuiu-se ao Conselho Monetário Nacional (CMN), dentre outras competências e encargos, *disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas* (inc. VI), e *limitar, sempre que necessário, as taxas de juros, descontos, comissões e qualquer outra forma de remuneração de operações e serviços bancários ou financeiros* (inc. IX).

48. A partir da edição dessa lei e com fundamento nos dois incisos citados, principalmente no inc. IX (art. 4.º), começou-se a sustentar a inaplicabilidade da Lei da Usura (Dec. 22.626/33) ao sistema financeiro, e, por conseguinte, a figura do crime de usura pecuniária ou real (Lei 1.521), entendendo-se que as taxas de juros das operações bancárias só poderiam ser limitadas pelo CMN. Havia, inclusive, o entendimento, por sinal lógico, de que as taxas estavam plenamente liberadas, podendo o CMN intervir para limitá-las conforme o di-

tado legal (*limitar sempre que necessário...*).

49. O tema foi agitado na doutrina e na jurisprudência. As decisões entre os tribunais estaduais conflitavam-se, reivindicando a pacificação necessária para a segurança do sistema, até que o Supremo Tribunal Federal aplinou a matéria através da Súmula 596, com a seguinte ementa:

"As disposições do Dec. 22.626/33 não se aplicam às taxas de juros e aos outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições públicas ou privadas, que integram o sistema financeiro nacional".

50. Outra discussão com vista a romper a camisa de força imposta pelo Dec. 22.626 — adequado, talvez, ao ano em que editado, mas descompassado da nova realidade nacional, principalmente face à nossa inflação crônica e elevada —, travou-se em torno da *correção monetária*.

4.1.1 A correção monetária

51. A correção monetária busca corrigir o desgaste que a inflação causa no poder de compra da moeda. A moeda de valor estabilizado pode eventualmente perder o seu valor de compra em relação a determinados produtos ou serviços em razão de fatores vários, como a sazonalidade, o esgotamento de certa matéria-prima, ou declínio na oferta de um determinado tipo de serviço; mas, em contrapartida, pode, por razões inversas, valorizar-se frente a outros produtos ou serviços, realizando o jogo normal e previsível de uma lei econômica muito conhecida e denominada *lei da oferta e da procura*. Todavia, quando a moeda se desvaloriza face aos bens e serviços em geral, temos, aqui, o fenômeno econômico chamado de infla-

ção. Contrariamente, quando ela se valoriza em face também do conjunto de bens e serviços ofertados pela economia, identificamos a ponta inversa do fenômeno inflacionário, denominado pela ciência econômica de *deflação*. Se a deflação, como ocorre neste segundo semestre de 1995 no Japão, é um fenômeno raro para a Economia, a inflação tem-se mostrado uma constante ao longo da História. Há períodos de completa desestabilização de um determinado país, ou de uma determinada região, em que a inflação assume proporções alarmantes, caindo na anarquia econômico-financeira chamada de hiperinflação, como ocorreu em diversos países da Europa, no entreguerras (Alemanha, Polônia, Hungria), ou, em anos recentes, na Argentina, chegando o Brasil, recentemente, ao seu limiar. De ordinário, a inflação tem-se, repita-se, mostrado um fenômeno persistente, já crônico mesmo, porém num nível plenamente aceitável pelas economias realmente estáveis.

52. Convivendo com uma inflação crônica, manifestada ao longo de décadas, principalmente a partir da segunda metade dos anos cinqüenta, com períodos de grande aceleração (primeira metade da década de sessenta e a partir dos anos oitenta), embicando, mesmo, em direção à hiperinflação (da segunda metade dos anos oitenta até o primeiro semestre do ano passado), o Brasil criou um mecanismo de convivência da economia com uma inflação alta e constante a que se denominou de *correção monetária*. Se por um lado a correção monetária possibilitava a convivência de um certo crescimento econômico com inflação alta, contrariando previsões econômicas tidas por sedimentadas, por outro lado, provocava uma certa leniência para com tão enfermigo fenômeno que, pelo seu lado mais perverso, atua como elemento alimentador e perenizador do

fenômeno, inercializando-o e provocando mudanças em seu patamar, sempre para cima, processo, esse, de mudança, cuja tendência era sempre no sentido de encurtar os períodos de mutação.

53. O antecedente mais remoto da correção monetária data de 1575, Inglaterra, com a edição do *Act for Maintenance of the Colleges in the Universities, and of Winchester and Eaton*, lei pela qual se previa que o pagamento do arrendamento das terras destinadas às referidas escolas seria uma quantia atualizada pela cotação do melhor trigo e malte no mercado de Cambridge.¹³ Sem embargo disso, as modernas discussões jurídicas em torno do tema foram suscitadas por ocasião da inflação alemã de 1918-1922, quando a legislação passou a permitir que os preços do centeio, do trigo e do carvão fossem usados como referencial para os critérios hipotecários.¹⁴

54. No Brasil, já vimos que o Código Civil, quando editado, permitia a estipulação de pagamento em certa e determinada espécie de moeda (art. 947, § 1.º), liberalidade antiga em nosso direito e que só veio a ser coarctada em 1933, pelo Dec. 23.501.

55. Se a proibição veio a encerrar o ciclo da *cláusula ouro* em relação às obrigações monetárias, permaneceu a possibilidade de atualização das chamadas *dívidas de valor*, a exemplo do que se fazia com a obrigação de prestar alimentos. A cidadela que permaneceu indene à introdução de qualquer conceito de atualização ou correção de valor foi a das obrigações monetárias, que se

chumbavam ao princípio do *nominalismo* monetário.

56. Todavia, é no bojo do movimento militar vitorioso de 1964, quando a inflação ganhava dimensões incompatíveis com os nossos padrões históricos anteriores, que a correção monetária foi introduzida com técnica e refinamento, primeiramente com vistas à atualização dos créditos fiscais e previdenciários, para que os deveres não continuassem a retardar propositalmente o pagamento dos tributos e das contribuições com a deliberada intenção de ver seus valores liquidificados pela via da desvalorização da moeda. Com esse escopo, foi editada a Lei 4.357/64, criando-se as obrigações reajustáveis do tesouro nacional (ORTN), cujo valor nominal era periodicamente reajustado.

57. Essa lei inaugurou uma sucessão de diplomas legais na mesma direção, dispondo sobre débitos de outras naturezas, fazendo com que, ao longo do tempo e face à persistência da inflação, a correção passasse a permear todas as atividades econômicas mediante a introdução de índices corretivos os mais diversos, calculados por diversificada gama de instituições, públicas e privadas. Não que a correção monetária fosse completamente estranha à nossa vida econômico-jurídica. Os reajustes do valor da prestação alimentar, a revisão do salário mínimo, a revisão trienal do valor dos aluguéis sujeitos à lei de luvas etc., não passam de correção monetária das obrigações pecuniárias. Aliás, em todo o mundo, nos contratos de longa duração, mesmo em países de economia mais estabilizada, o valor das prestações está sujeito a periódicas repactuações, ou está previsto outro mecanismo qualquer de reajuste das obrigações. Assim, quando falamos de introdução da correção monetária em nossa economia, referimo-nos à forma refinada a que

⁽¹³⁾ Enciclopédia Saraiva do Direito, v. 20, p. 480, verbete Correção Monetária, de autoria de Otto Gil.

⁽¹⁴⁾ *idem*, *ibidem*.

chegamos, com índices já preestabelecidos, aplicáveis a prazos médios, curtos ou curtíssimos, a depender do momento econômico, quando os contratos não são vinculados a elementos monetários que se constituem em quase moeda, de valor variável no curto prazo, como as extintas ORTN, OTN, BTN etc.

58. No início do processo, a aplicação da correção monetária só corria nos casos estritamente previstos na lei, hipóteses que se iam multiplicando com a paulatina edição de leis nessa direção. Os bancos não tardaram, seja por previsão legal, seja por força de resoluções do Conselho Monetário Nacional, a introduzir a correção em suas operações ativas e passivas. Aos negócios jurídicos dos particulares — particulares aqui entendidos como não instituições financeiras —, negava-se a possibilidade de introdução da correção monetária, principalmente no caso de mútuos entre pessoas físicas ou jurídicas não financeiras.

59. Aos poucos, por persuasiva argumentação doutrinária e face à persistência do fenômeno inflacionário, os tribunais começaram, aqui e ali, a decidir no sentido de acatar a correção das obrigações nascidas por atos jurídicos entre particulares. Entretanto, a resistência dos órgãos de cúpula do sistema judiciário, principalmente do STF, em admitir a disseminação da correção, sem a existência de previsão legal para tanto, deixava as partes inseguras quanto a sua utilização, até que a Lei 6.423, de 17.7.77, introduziu um dado novo no debate.

60. A lei, segundo sua ementa, estabelecia base para correção monetária. O seu art. 1.º dispunha:

A correção monetária, em virtude de disposição legal ou estipulação de negó-

cio jurídico, da expressão monetária de obrigação pecuniária somente poderá ter por base a variação nominal da Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional-ORTN.

A expressão “em virtude de disposição legal ou estipulação de negócio jurídico” atuou como um referendo legal de que a correção monetária tanto poderia decorrer da lei quanto do *negócio jurídico*, pondo cobro a uma situação anômala existente entre as dívidas de valor e as dívidas monetárias.

61. A partir da aceitação da correção monetária nos pactos entre particulares, a indexação passou a permear toda a economia, contaminando todo o sistema econômico, consolidando a chamada inflação inercial.

62. Como a inflação mudasse constantemente de patamar, fosse pelo des controle das finanças públicas, ou pelas expectativas exacerbadas dos agentes econômicos, a economia nacional entrou numa rota perigosa rumo à hiperinflação. Esse estado patológico da economia, exacerbado, a partir de 1985, por gastos públicos provocadores de déficit público sempre ascendente, abriu o caminho para a eclosão de planos governamentais de estabilização da economia, trazendo sempre em seu bojo o controle e, pior, o congelamento de preços, mas sem ataque efetivo às causas da inflação. Esses planos fracassaram, um por um, pois a inflação, artificialmente contida, no início de cada um deles, por meio de congelamentos e controles de preços, voltava, ao cabo de poucos meses, com redobrada força, sempre estimulada por remarcações preventivas de preços por parte das empresas em geral, na tentativa de algum conforto quando novo congelamento fosse decretado.

63. Nesse ambiente econômico conturbado, as autoridades governamentais atuavam na ponta monetária da economia, forçando mediante restrições de crédito e fortalecimento da cunha fiscal a prática de juros altos, aumentando os custos econômicos internos, que se compensavam por forte proteção no plano do comércio internacional, opondo barreiras tarifárias ao ingresso de bens e serviços.

64. Cansada de tentativas de estabilização econômica tão desastrosas, a sociedade como um todo passou a exigir do Governo em geral um ataque às causas reais da inflação, o que se vem fazendo ao longo do últimos anos, embora de forma lenta, em face das resistências corporativas de toda ordem e à leniência do nosso legislativo. Parece que o país, finalmente, descobriu que o controle da inflação se dá por ataque doloroso às suas causas básicas, e, não, por truques e “efeitos especiais”.

65. As considerações econômicas foram feitas para mostrar que o descontrole da economia e seu efeito mais perverso — a inflação — empurraram o País para a cobrança de taxas de juros sem precedentes, fato que abriu, há mais de dez anos, um grande debate nacional sobre qual o nível adequado de taxas de juros do sistema financeiro. Esse debate levou os constituintes de 1988 a introduzirem na Constituição da República o estabelecimento de nível de taxa máxima permitido para o sistema financeiro, sob a equivocada visão de que o problema dos preços — e os juros são um dos preços da economia —, pode ser contornado pelo controle administrativo ou tabelamento.

66. Economistas das mais diversas tendências foram acordes em condenar o tabelamento constitucional dos juros e todos apontavam para o perigo de uma

taxa artificialmente baixa de juros conduzir o país definitivamente para a hiperinflação e frustrar qualquer tentativa séria de estabilização da economia em razão da impossibilidade de se praticar uma política monetária forte com uma taxa de juros artificialmente baixa.

67. Em razão disso, logo promulgada a Constituição de 1988, travou-se em todo País um ferrenho debate sobre a possibilidade de aplicação imediata da norma constitucional limitativa da taxa de juros para o sistema financeiro, tema que se passará a analisar, não sem antes abordarmos uma modalidade de reajuste das obrigações contraidas junto a bancos, um misto de correção mais juros moratórios, denominada de *comissão de permanência*.

4.1.2 A comissão de permanência

68. A comissão de permanência foi criada através da Resolução n. 15, de 28.1.66, do Banco Central do Brasil, por decisão do Conselho Monetário Nacional, autorizado que estava, como já vimos, pelos incs. VI e IX, do art. 4.º, da Lei 4.595/64. Esse normativo, várias vezes alterado, sempre por decisão do CMN, instituiu a comissão de permanência para remunerar as obrigações vencidas e não pagas das instituições financeiras. Correspondiam, assim, aos juros que os devedores em mora deveriam pagar aos bancos enquanto os títulos de sua responsabilidade permanecessem impagos na carteira.

69. A sua legalidade foi submetida vezes sem conta à apreciação dos tribunais, resultando, ao final, proclamada a sua legalidade, uma vez reconhecida a competência do Conselho Monetário Nacional, nos termos dos incisos acima citados, para disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e estabelecer limites às taxas de juros.

70. Durante muitos anos, o Banco Central divulgava, periodicamente, o percentual da comissão de permanência a ser cobrado pelos bancos, mantendo, pela taxa publicamente conhecida, a liquidez e certeza da obrigação a ela sujeita.

71. Por longo tempo, muitos bancos, confundindo, deliberadamente ou não, a comissão de permanência com uma simples taxa de juros, costumavam introduzir cláusulas e seus financiamentos prevendo a cumulação da correção monetária contratada com a comissão de permanência, caso o mutuário ou comitente incorresse em mora. Como, na verdade, a taxa da comissão de permanência já trazia embutida a taxa da inflação, essa enormidade cometida pelos bancos exasperava as obrigações de devedor, elevando a dívida a um patamar muitas vezes insuportável.

72. Embora tenha havido vacilações jurisprudenciais no início, até mesmo porque o Judiciário tardou a entender, em extensão e profundidade, a real dimensão da correção monetária, as cortes finalizaram por rejeitar a cumulação da correção com a comissão de permanência, quando caracterizado que, nesta, aquela já estivesse embutida. Tendo o Supremo Tribunal Federal tardado em sumular a matéria, quando de sua competência fazê-lo, o fez o Superior Tribunal de Justiça, novo órgão de homogeneização da jurisprudência pátria, através de *Súmula n. 30*, cuja ementa, é *verbis*:

"A comissão de permanência e a correção monetária são inacumuláveis".

73. De há muito, o Banco Central deixou de fixar a comissão de permanência. Apesar disso, muitos bancos continuam introduzindo em seus contratos de mútuo a comissão de permanên-

cia, muitas vezes vinculando o seu percentual a, por exemplo, taxa média para operações da espécie praticadas por bancos tais e tais, ou pela maior taxa praticada pelo mesmo banco no período, ou coisas desse jaez. A nosso ver, nesses casos, para a cobrança da comissão de permanência em juízo haveria necessidade de perícia para apurar a taxa — isso quando possível! —, fato que retira a liquidez e certeza da obrigação, inviabilizando a via executiva.

4.1.3 Limitação constitucional à taxa de juros das instituições financeiras

74 — A Constituição elaborada em 1988 pela Assembléia Nacional Constituinte dedicou, pela primeira vez em nossa histórica constitucional, um capítulo ao Sistema Financeiro Nacional. Esse capítulo, o IV, está contido no título VII, que trata da ordem econômica e financeira, e se constitui de um só artigo, o de n. 192, composto de oito incisos e três parágrafos. Diz o *caput* do artigo, *verbis*:

"Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, será regulado em lei complementar, que disporá, inclusive, sobre:"

Em seguida, enumera nos oitos incisos um elenco de matérias sobre que disporá a lei complementar do sistema financeiro nacional. Acontece que um dos parágrafos do art. 192, precisamente o § 3.º, estabeleceu o seguinte, *verbis*:

"As taxas de juros reais, nelas incluídas comissões e quaisquer outras remunerações direta ou indiretamente referidas à concessão de crédito, não poderão ser superiores a doze por cento ao ano; a cobrança acima deste limite será conceituada como crime de usura, punido, em todas as suas modalidades, nos termos que a lei determinar."

75. Esse parágrafo terceiro desencadeou uma grande discussão jurídica em todo o país, fundada nos mais diversos argumentos. Campo de teste não faltou para os argumentos em curso, seja pelas replicantes tentativas de defesa da invalidade de cláusulas de juros com valores superiores ao teto constitucional, acionadas por devedores inadimplentes em um sem número de execuções promovidas por bancos; seja por ações propostas pelos mais diversos órgãos de classe, representando os interesses de seus associados, devedores de instituições financeiras. De outro lado, as instituições financeiras e as autoridades monetárias, atuando em um cenário de alta inflação, lutavam com argumentos contrários aos dos devedores. As instituições financeiras, por uma questão de sobrevivência; as autoridades monetárias, por uma questão de política econômica e em defesa da sobrevivência do próprio sistema financeiro.

76. Os argumentos dos interessados na imediata aplicação do limite constitucional eram de ordem meramente jurídica, mas, não deixavam de acenar com um cenário róseo de grande desenvolvimento, de baixa de custo da produção em geral, de uma melhor saúde financeira para as classes produtoras, mercê de uma drástica diminuição dos custos financeiros. Os argumentos das autoridades monetárias e das instituições financeiras apontavam para um cenário catastrófico, caso a limitação constitucional da taxa fosse aplicada de imediato, principalmente se levando em conta o cenário da grande inflação reinante. Segundo esta ótica, a degradação da taxa de aplicação provocaria uma baixa muito grande das taxas de captação, afugentando os aplicadores institucionais (fundos de pensão, grandes empresas, rentistas) e a poupança popular em geral, que correria em massa para investimentos em ativos outros ou para

o consumo, desencadeando uma hiperinflação e destruindo o sistema de *funding* das operações de empréstimo e financiamento, com a conseqüente desorganização do sistema de produção, que não pode subsistir sem financiamento de curto (capital de giro) e de médio e longo prazo (investimento). Por outro turno, sem a oferta de uma taxa atrativa de captação o governo não poderia continuar financiando a dívida pública interna, quase toda ela rolada no curto prazo. Realmente, a terem razão as autoridades monetárias — para não se falar dos representantes das instituições financeiras —, o cenário econômico, já então bastante problematizado, entraria, com a implantação pura e simples do teto constitucional, numa senda desconhecida, embora visualizável, que poderia levar todo o País ao impasse definitivo e completo de sua economia com conseqüências político-institucionais imprevisíveis.

77. Por aí já se vê que a grandeza dos interesses em jogo não apontava para uma simples desinteligência entre quem queria pagar menos e quem queria ganhar mais. A opinião das autoridades monetárias, que, representando o grande devedor do sistema financeiro (a União), teriam, em tese, interesse imediato em pagar uma taxa bem menor de juros em cima de um estoque de dívida enorme, parecia indicar qual a realidade que nasceria da aplicação do teto constitucional às taxas de juros do sistema financeiro. De outra parte, a comunidade dos economistas, com a sua enorme autoridade sobre a matéria, no geral apontava para o cenário desenhado pelas autoridades monetárias. Mesmo os economistas politicamente engajados concordavam com os outros membros de sua tribo, divergindo em nuances. Postos, em linhas gerais, os argumentos econômicos pró e contra a imediata aplicação do § 3.º, do art. 192 da

Constituição, vejamos os argumentos da comunidade jurídica, principiando por examinar os argumentos favoráveis à auto-aplicabilidade da norma.

78. O argumento mais imediato é o da autonomia do parágrafo em relação ao *caput* do art. 192. O primeiro obstáculo a ser transposto seria a afirmativa de que o parágrafo se subordina à cabeça do artigo, argumento rebatido pelo eminente constitucionalista José Afonso da Silva, ao dizer que todo parágrafo tecnicamente situado liga-se ao conteúdo do artigo, mas tem autonomia normativa, obtemperando que o parágrafo sob comento não está em posição técnica adequada, porque contém autonomia de artigo. Esse jurista sintetiza muito bem os argumentos de inúmeros e prestigiados juristas que pugnam pela imediata aplicação da limitação constitucional da taxa de juros, merecendo, por isso, ser transcrito, *verbis*:

"Ele (o artigo) disciplina assunto que consta dos incs. I e II do artigo, mas suas determinações, por si, são autônomas, pois uma vez outorgada qualquer autorização, imediatamente ela fica sujeita às limitações impostas no citado parágrafo. Se o texto, em causa, fosse um inciso do artigo, embora com normatividade formal autônoma, ficaria na dependência do que viesse a estabelecer a lei complementar. Mas, tendo sido organizado num parágrafo, com normatividade autônoma, sem referir-se a qualquer previsão legal ulterior, detém eficácia plena e aplicabilidade imediata. O dispositivo, aliás, tem autonomia de artigo, mas a preocupação, muitas vezes revelada ao longo da elaboração constitucional, no sentido de que a Carta Magna de 1988 não aparescesse com demasiado número de artigos, levou a Relatoria do texto a reduzir artigos e parágrafos e uns e outros, não raro, a incisos. Isso, no caso em exame, não prejudica a eficácia do

texto. "Juros reais" os economistas e financistas sabem que são aqueles que constituem valores efetivos, e se constituem sobre toda desvalorização da moeda. Revela ganho efetivo e não simples modo de corrigir desvalorização monetária. As cláusulas contratuais que estipulam juros superiores são nulas. A cobrança acima dos limites estabelecidos, diz o texto, será conceituada como crime de usura, punido em todas as suas modalidades, nos termos que a lei dispuser. Neste particular, parece-nos que a velha lei de usura (Dec. 22.626/33) ainda está em vigor".¹⁵

79. Visto que o texto transcrito pode ser tido como a suma dos argumentos jurídicos em prol da aplicação imediata do parágrafo focado, vejamos agora que argumentos podem ser contrapostos a tal entendimento, em busca de fixar o conceito de que o dispositivo sobre a limitação de juros é de eficácia contida e deve aguardar estação apropriada (edição de lei complementar) para irradiar todos os seus efeitos.

80. O § 3.º está dividido em duas partes, conectadas por ponto e vírgula. A primeira parte dispõe sobre a limitação da taxa de juros; a segunda diz que a infração à primeira (cobrança de juros pelas instituições financeiras acima do limite de doze por cento ao ano) será conceituado como crime de usura, punido, em todas as suas modalidades, nos termos que a lei determinar.

81. Já vimos que a edição da Lei 4.595/64 (Lei de Reforma Bancária) implicou, por força dos incs. VI e IX do seu art. 4.º, a revogação do Dec. 22.622/33 (Lei de Usura) em relação ao sistema financeiro, como visto acima,

⁽¹⁵⁾ Curso de Direito Constitucional Positivo, 8.ª ed. revista, p. 703/4, Malheiros Ed., 1992.

consequência já pacificada e objeto da Súmula n. 596, do Supremo Tribunal Federal, acima transcrita. A aplicação e a eficácia imediata do parágrafo sob exame importaria na revogação dos dois incisos, conclusão lógica que conduz o intérprete a indagar se o fato da revogação dos dois incisos, que dava ao Conselho Monetário Nacional a competência para disciplinar o crédito bancário e fixar limites às taxas de juros, não restauraria em relação às instituições financeiras a vigência do Dec. 22.626, tampouco seus agentes ou representantes incorreriam no crime de usura da Lei 1.521/51. Impõe-se a essa indagação resposta negativa, ante a evidência de não ser repristinatório o nosso sistema jurídico, pois, salvo disposição em contrário, *a lei revogada não se restaura por ter a lei revogadora perdido a vigência* (Lei de Introdução, art. 2.º, § 3.º). Aqui, já estaríamos obrigados a concluir-se que a eficácia do parágrafo terceiro ficaria na dependência de edição restaurando o *crime de usura* em relação às instituições financeiras, mesmo porque o crime só se configuraria quando a taxa ultrapassasse o limite estabelecido para os *juros reais*. Não se conceberia a configuração do crime de usura enquanto não fixado o conceito de *juros reais*, salvo se caíssemos, *datissima venia*, na simplificação do Professor José Afonso da Silva, que afirma ser conceito corrente entre economistas e financistas que sabem ser (*juros reais*) os que “constituem valores efetivos, e se constituem sobre toda desvalorização da moeda”. Se tomarmos as palavras do acatadíssimo constitucionalista teríamos a definição de *juros reais* como *aqueles que constituem valores efetivos, e se constituem sobre toda desvalorização*. Se, como quer o autor, a conceituação de *juros reais* é bastante palpável para a imediata aplicação de limite constitucional, seria também bastante clara para fechar o tipo penal. Entretanto, sua

própria tentativa de clarear o tema provoca, de logo, a indagação do que sejam *valores efetivos e desvalorização*. Parece-nos evidente, com a devida vênia dos que pensam em contrário, que a própria edição de lei ordinária penal para coibir e apenar a usura decorrente de cobrança de taxa superior ao limite constitucional, tendo em vista a não repristinação de Dec. 22.626 em relação às instituições financeiras, ficará pendente da lei complementar que conceituará e definirá o que sejam *juros reais*, assunto que será retomado adiante.

82. Em parecer de 6.10.88, da lavra do então Consultor-Geral da República, Dr. Saulo Ramos,¹⁶ a questão foi exaustivamente examinada com grande tino exegético. Relata o parecer que a matéria tratada no § 3.º sempre se acantonou no art. 192 como um dos incisos do *caput* do artigo, o inc. IX, assim tendo sido apresentada e votada em plenário. Por deliberação do relator do texto constitucional, em flagrante desrespeito à vontade assemblear, foi reduzido à forma de parágrafo, o que leva o ilustre parecerista a sustentar a inconstitucionalidade formal da edição como parágrafo da matéria apresentada e votada como inciso por não ter a relatoria competência para tanto. Ora, a conclusão a que se chega é que se o relator tivesse sido fiel à forma como a matéria teria sido aprovada no plenário constituinte, a discussão sequer estaria sendo travada.

83. No aludido parecer, o ilustre Consultor-Geral da República ensina que “o parágrafo de artigo é, tecnicamente, o desdobramento do enunciado principal, com a finalidade de ordená-lo inteligentemente ou excepcionar a disposição principal”, e que “a nossa grafia legal adotou o símbolo “§” para designar

⁽¹⁶⁾ Ramos, Saulo, parecer publicado no D.O.U., edição de 7.10.88, p. 19.675/83.

parágrafos sucessivos, símbolo de origem árabe que significa continuação do anterior e para o posterior". Neste caso, o parágrafo terceiro não teria a autonomia, em relação ao *caput* do artigo, que alguns autores lobrigam identificar.

84. A maior dificuldade com que se depara para a aplicação imediata do parágrafo sob exame, é uma precisa definição do que sejam *juros reais*, sem o que não se saberá quando o limite de doze por cento está sendo realmente ultrapassado, ou se a conduta do agente saiu do plano civil para ingressar no plano penal.

85. Neste ponto, a norma constitucional se exhibe incompleta, clamando por lei complementar integrativa, para que se estabeleça sem vacilações o que sejam juros reais.

86. Há um consenso entre os juristas que trataram do assunto da exclusão da correção monetária para a tipificação dos juros reais. Mesmo assim o problema para a fixação do conceito continua erigido de dúvidas, pois a correção está umbilicalmente ligada ao nível da inflação. Por exemplo, na taxa prefixada de juros, de seu valor nominal seria expungida a inflação passada, ou a expectativa da inflação futura? Se a expectativa da inflação futura, em que momento a inflação realmente incorrida fez com que o juro real rompesse a barreira do limite imposto? Teríamos, por este singelo exemplo, um caso típico em que a taxa seria legítima na origem, no momento de sua fixação, e perderia a sua legalidade em algum momento do futuro, quando comprovado que a inflação real teria ultrapassado a inflação estimada ou esperada. Por exemplo, após a aplicação do plano real, a taxa de inflação surpreendeu agradavelmente a todos, descendo a patamares fora de

qualquer expectativa otimista. Em casos assim, a taxa pré estaria embutindo sempre uma expectativa maior de inflação. Outra indagação que se põe é qual o índice a ser aplicado, dentre os inúmeros existentes, para expungir da taxa nominal, para o obtenimento do *juro real*, a taxa de inflação? Além disso, se não houver um perfeito regramento infraconstitucional da matéria, inúmeros subterfúgios, como a exigência de reciprocidade nas operações bancárias, contornarão, com folga, o limite imposto pela Constituição, como ocorria quando os juros eram submetidos a tabelamento.

87. A lição de Saulo Ramos, veiculada no multicitado parecer, a propósito do tema, é precisa, *verbis*:

A caracterização de juros reais — tema absolutamente estranho ao direito constitucional — não decorre do texto maior, que sequer delinea elementos que possam fundamentar aquela noção conceitual. Não há, portanto, um conceito constitucional autônomo, que permita a imediata apreensão do sentido material do tema nele veiculado. Aquela noção há de resultar, por isso mesmo, de definição a ser veiculada no plano normativo infraconstitucional, que tome em consideração elementos e subsídios fornecidos pela teoria econômica, especialmente no que pertine à estrutura (essencialia) dos juros e à discriminação dos custos, diretos ou indiretos, que influenciem a sua estipulação e, ainda, a diferenciação que o próprio mercado impõe aos vários setores e tipos de operações financeiras.

88. Segue a mesma linha do texto acima transcrito o constitucionalista Celso Ribeiro Bastos, que considera encerrar a expressão "juros reais" um grande vazio normativo e semântico, impeditivo, independentemente de sua inserção sistemática e do influxo que

possa receber dos princípios constitucionais, a sua incidência direta e imediata.¹⁷

89. Nem se diga que a matéria a ser tratada na futura lei complementar do sistema financeiro já estaria elencada nos oito incisos do art. 192. É evidente que as matérias estão relacionadas nos incisos não exaustivamente, pois, como lembra Saulo Ramos, o art. 192 diz que lei complementar “disporá, *inclusive*, sobre...”.

90. Todos esses fatores e outros não mencionados, conduziram intérpretes como Saulo Ramos a identificar o dispositivo constitucional em discussão como um *preceito constitucional de integração*, a reclamar, em caráter necessário, a mediação legislativa concretizadora do comando nela positivado, não sendo, por isso, o parágrafo terceiro exequível por si mesmo (*self enforcing*).

91. Como se vê, há argumentos ponderáveis tanto no sentido da imediata aplicação do parágrafo terceiro, quanto no sentido da necessidade de intermediação de lei subconstitucional integradora do seu comando, no dizer de Celso Ribeiro Bastos.

92. As divergências doutrinárias não tardaram a chegar aos pretórios para uma decisão quanto a se poder aplicar, sem a integração de lei complementar, o limite constitucional aos juros, tendo-se registrado decisões divergentes entre as mais diversas cortes de justiça do País, até que a matéria, como não poderia deixar de ser, foi submetida à consideração do Supremo Tribunal Federal.

⁽¹⁷⁾ Bastos, Celso Ribeiro, Comentários à Constituição do Brasil (escrito em parceria com Ives Granda da Silva Martins), v. 7, art. 191, p. 445, Ed. Saraiva.

93. O Supremo Tribunal Federal, corte de cúpula do sistema judiciário brasileiro, alçado pela própria Constituição de 1988 à dignidade de corte eminentemente constitucional, procura julgar com a melhor técnica jurídica possível, até pelo alto saber dos seus ilustres integrantes, mas sempre atento, como a história tem demonstrado, à gravidade das repercussões político-institucionais de seus arrestos, quando lhe submetidas matérias das mais alta relevância política, social ou econômica. A questão da limitação constitucional da taxa de juros foi uma dessas matérias cuja decisão poderia, na visão de muitos, principalmente pelo diagnóstico traçado pelas mais altas autoridades econômicas governamentais, com o endosso isento de notáveis economistas, desestabilizar o quadro econômico vivido pelo País, com repercussões insondáveis. Seria natural que, ao apreciar a matéria, fossem ponderadas as conseqüências de sua decisão, razão por que, quaisquer que fossem os argumentos eminentemente técnico-jurídicos, o componente político-institucional não fosse desprezado de elevada ponderação. O fato é que o STF poderia optar por qualquer das soluções alvitradas (possibilidade de execução imediata, ou não, do parágrafo terceiro), edificado, qual fosse a tese escolhida, em judiciosas razões de decidir.

94. As normas, como se sabe, comportam, não raras vezes, mais de uma interpretação. A teoria da interpretação, como ser importante, não constitui uma idéia acabada nem dá todos os mecanismos para uma perfeita compreensão da lei, ou seja, como diz Windscheid, “não é tanto uma ciência que possa ensinar-se, como uma arte que deve aprender-se”.

95. Em dilemas como esse, o Excelso Pretório poderia, como diz o jurisconsulto

português Manuel A. Domingues de Andrade, escolher, entre as várias soluções possíveis, aquela mesma que editaria se tivesse de legislar.

96. Permitam-nos transcrever o que dissemos alhures, em trabalho acadêmico, a propósito de exame do ensaio do jurista Manuel A. Domingues de Andrade, encartado, a título de prefácio, na obra de Francesco Ferrara "Interpretação e Aplicação das Leis, o seguinte:

Kohler diz que as palavras da lei, postas pelo legislador, podem exprimir mais de um pensamento. Um dos pensamentos que a lei possa exprimir não pode ser escolhido arbitrariamente, ao contrário, a eleição do pensamento prevalecente será feita lançando-se mão das técnicas ministradas pela arte jurídica. Extrair dos pensamentos possíveis da lei aquele que será timbrado de o mais verdadeiro, requer apurada técnica, como recorrer à conexão das disposições legais, preferir a interpretação mais conseqüente e mais organicamente correta, tomando-se, para isso, em consideração o encadeamento das diversas leis do país, devendo-se ainda recorrer, se não chegado a resultado seguro, às aspirações ou preocupações da lei, aos fins que se esforçou por atingir, sobre examinar que intenções, desejos e receios agitavam o ambiente social, ao tempo em que a lei foi editada, não se perdendo de vista não só o conteúdo mais razoável, como ainda o mais conforme às preocupações da lei.

97. Chamado a decidir e já estando bastante cristalizado o grande debate nacional sobre o tema, julgou o Supremo Tribunal Federal pela necessidade de edição de lei complementar para a aplicação do preceito do § 3º, do art. 192, do texto constitucional.

5. Conclusão

1) Historicamente, as taxas de juros foram objeto de regulamentação estatal, condenando-se a usura por preceitos religiosos, tanto no Ocidente como no Oriente; mas, a lenta construção de uma economia de mercado, o avanço do comércio internacional e o conseqüente advento do Capitalismo, além do avanço dos estudos econômicos, fizeram com que as taxas de juros passassem a ser tratadas tecnicamente como um dos preços da economia, numa das melhores demonstrações do prevalecimento do liberalismo econômico.

2) O Brasil passou pelo mesmo processo histórico e, depois, já na primeira metade do Século XIX, optou por uma política econômica liberal em relação aos juros, culminando tal política com a plena liberalidade de fixação da taxa permitida pelo Código Civil (1916).

3) A partir da Década de Trinta, com o fito de se ajustar à crise econômica mundial, de que o *crack* de 1929, nos EE.UU., foi o melhor exemplo, o governo brasileiro passou ao controle estrito das taxas de juros (Dec. 22.626/33), criando-se, inclusive, mais tarde, o tipo penal do crime de usura (Lei 1.521/51).

4) A partir de 1964, com a edição da Lei 4.595, a política de juros do sistema financeiro foi liberada, embora em termos, porque sujeita ao controle do Conselho Monetário Nacional, órgão governamental disciplinador da política creditícia e de juros do sistema financeiro nacional.

5) Com a edição da Lei 4.595, o preceito limitador das taxas de juros do Dec. 22.626 ficou valendo, apenas, para os negócios entre pessoas físicas e jurídicas não integrantes do sistema financeiro nacional.

6) Depois que o Banco Central deixou de publicar a taxa, a comissão de permanência ficou, praticamente, sem referencial, importando a sua adoção no comprometimento da liquidez e certeza, face à grande dificuldade de se encontrar a taxa como nos referenciais ordinariamente adotados, inviabilizando a via executiva.

7) A Constituição de 1988 determina a retomada do controle estrito das taxas de juros (§ 3º do seu art. 192), limitando-a a 12% ao ano, dependendo a eficácia plena dessa norma da edição de lei complementar.

8) A capitalização dos juros no âmbito do sistema financeiro só é permitida quando expressamente prevista em lei (ex.: Dec.-lei 167/67) ou quando permitida por resolução do Conselho Monetário Nacional.

Bibliografia

- ALTAVILA, Jayme de. *A Origem dos Direitos dos Povos*, 2.ª ed., Ed. Melhoramentos.
CARVALHO DE MENDONÇA, Manoel Inácio. *Doutrina e Prática das Obrigações*, Tomo II, aumentada e atualizada por Aguiar Dias, Ed. Forense, Rio de Janeiro, 1956.

- CARVALHO SANTOS, J. M. *Código Civil Brasileiro Interpretado*, v. XII, Freitas Bastos, 1963.
CHAVES, Antônio. *Tratado de Direito Civil, Obrigações 2*, tomo 1, 3.ª ed., Ed. RT, S. Paulo, 1984.
CUNHA, Antonio Geraldo da. *Dicionário Etimológico Nova Fronteira da Língua Portuguesa*, 1.ª ed., 2.ª impressão, Ed. Nova Fronteira, Rio de Janeiro.
ENNECCERUS, Ludwig. *Derecho de Obligaciones*, t. II, p. 58, undécima revisión por Heinrich Lehmann, tradução de Blas Pérez González e José Alguer, Ed. Bosch, Barcelona, 1954.
ESTRELLA, Hernani. *Da Teoria dos Juros no Código Comercial*, estudo publicado na Revista da Faculdade de Direito da USP, v. XLV, S. Paulo, 1950.
GAMBS, John S. *Iniciação Simples à Economia* (título em inglês *Man, Money and Goods*), 1.ª ed. brasileira, 1959, Ed. Fundo de Cultura.
MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*, tomo XXIV, 3.ª ed., reimpressão, Ed. Borsoi, Rio de Janeiro, 1971.
RAMOS, Saulo. Parecer de sua autoria, quando Consultor-Geral da República, publicado no Diário Oficial da União, ed. de 7.10.88, p. 19.675/ss.
RUGGIERO, Roberto de. *Instituições de Direito Civil*, v. 3, 3.ª ed., tradução do Dr. Ary dos Santos da 6.ª italiana, Ed. Saraiva, 1973.
SILVA, José Afonso da. *Curso de Direito Constitucional Positivo*, 8ª ed. revista, Malheiros Ed., S. Paulo, 1992.

INQUÉRITO ADMINISTRATIVO CVM E RECURSO DE OFÍCIO

LUIZ ALFREDO PAULIN

Sumário: 1. Introdução — 2. Do recurso de ofício em procedimentos CVM: 2.1 Da adoção do recurso de ofício; 2.2 Decisões sujeitas ao duplo grau obrigatório; 2.3 Dos atos sujeitos ao recurso de ofício; 2.4 Da razão para existência do recurso de ofício; 2.5 Da impossibilidade do CRSFN determinar a devolução do inquérito à CVM — 3. Conclusão.

1. A partir de 1985, algumas decisões proferidas em Procedimentos Administrativos instaurados pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários contra Administrados, em decorrência do poder de polícia concedido a estas duas autarquias, passaram a se sujeitar ao denominado *recurso de ofício*.

O normativo que instituiu o denominado *recurso de ofício* era de clareza meridiana, não criando maiores problemas interpretativos. A única situação onde, pode-se dizer, dúvidas afloraram, refere-se à necessidade ou não de interposição de *recursos de ofício* em decisões de arquivamento proferidas pela Comissão de Valores Mobiliários, em Inquérito Administrativo. Em verdade, desde que foi introduzida esta nova sistemática, vem-se adotando posicionamento não absolutamente firme. Neste sentido, visa o presente trabalho analisar do cabimento de *recurso de ofício* contra decisões de arquivamento proferidas em Inquéritos Administrativos, levados a cabo pela Comissão de Valores Mobiliários.

ocorram mal-entendidos no decorrer do trabalho. Logo em seguida, procurar-se-á verificar que normativos introduziram o *recurso de ofício* nos procedimentos punitivos levados a efeito pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Banco Central do Brasil. Feito isto, dever-se-á interpretar o normativo em referência, para se constatar se o mesmo impõe o *recurso de ofício* contra as decisões de arquivamento de Inquérito Administrativo proferidas pela Comissão de Valores Mobiliários. Encerrado este aspecto, será o momento de analisar o assunto, a partir das regras processuais ordinárias, para que se saiba, até que ponto as regras processuais comuns impõem o *recurso de ofício* contra decisões como as ora tratadas. Em seguida, procurar-se-á estudar a questão de forma teleológica. Por último, dever-se-á perquirir da competência do Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional para conhecer de eventuais recursos de ofício interpostos em situações como as aqui descritas.

1. Introdução

2. Para análise de temática ora colocada, procurar-se-á, em um primeiro momento, fazer algumas colocações de caráter propedêutico, de sorte a evitar que

3. Conforme já foi dito, antes de se ferir a temática propriamente dita, algumas advertências devem ser feitas.

4. Primeiramente, necessário que se diga que em momento algum, estar-se-á questionando quanto a constitucionalidade ou legalidade dos instrumentos normativos que embasam a ação da C.V.M., especialmente aquelas normas procedimentais que a Comissão de Valores Mobiliários emitiu inovando as Resoluções do Conselho Monetário Nacional.

5. Em segundo lugar, alerte-se que no transcrito deste trabalho estar-se-á empregando o termo *recurso de ofício*, posto que é esta a expressão de que se vale a Portaria n.º 346, de 3 de julho de 1985. Isto não quer dizer, de forma alguma, que se entenda que referido instituto tenha natureza de recurso ou que a expressão *recurso de ofício* seja a mais adequada para se referir a ele. Muito pelo contrário. Subscrevem-se, em sua totalidade, as críticas que a doutrina faz ao emprego desta expressão, comungando-se, desta maneira, com a maior parte dos tratadistas, que preferem denominar tal providência indispensável para validade da sentença por *duplo grau obrigatório* ou *reexame necessário*.¹ Entretanto, na medida em que o próprio normativo se vale da expressão *recurso de ofício*, forçosa-

mente dever-se-á utilizar dela no decorrer do pronunciamento.

6. Outro alerta que deve ser previamente feito prende-se às peculiaridades dos procedimentos conduzidos pela Comissão de Valores Mobiliários. Tal alerta é feito, porque, no mercado financeiro e de capitais, a maior parte dos Procedimentos são originários do Banco Central do Brasil. Com isto, muitas vezes, erroneamente pretende-se atribuir a regras aplicáveis ao procedimento conduzidos pelo Banco Central do Brasil caráter de universidade, estendendo-se ao procedimento Comissão de Valores Mobiliários princípios aplicáveis exclusivamente a procedimentos instaurados pela autarquia federal criada pela Lei 4.595, de 31.12.64. Devido a isto, deve-se sublinhar que o procedimento levado a cabo pela Comissão de Valores Mobiliários, para verificação de violações às normas constantes da Lei 6.385, de 7.12.76, e normas complementares, difere, em muitos aspectos, dos procedimentos levados a cabo pelo Banco Central do Brasil, tendentes à constatação de violações aos objetivos da Lei 4.595, de 31.12.64.

7. Com efeito, dentre as várias diferenças existentes entre os dois procedimentos, uma é digna de nota, interessando, sobremaneira, para compreensão da presente controvérsia. É que, ao contrário do que ocorre com procedimentos regidos pelo Regulamento Anexo à Resolução 1.065, de 5.12.85, aqueles conduzidos com base no Regulamento Anexo à Resolução 454, de 16.11.77, comportam duas fases: uma de Inquérito e outra de Processo Administrativo propriamente dito. Assim, no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, verificada a ocorrência de fato que pode se caracterizar como prática não equitativa ou ato ilegal, a autarquia constitui uma comissão de inquérito, objetivando

⁽¹⁾ Alcides de Mendonça Lima. *Dicionário do Código de Processo Civil Brasileiro*. 2ª ed., S. Paulo, Ed. R. Tribes. 1994. Na p. 259., manifesta-se o autor, a respeito da natureza do *recurso de ofício*, nos seguintes termos: Apesar da denominação hoje relegada e que era tradicional, nunca foi recurso, mas, mera providência para eficácia, validade e, conseqüentemente, executividade da sentença, que tinha de ser apreciada pelo órgão superior, nos casos expressamente consignados em lei. Prevaleceu o ponto de vista do autor do Anteprojeto (Buzaid), com anuência da maioria dos processualistas (L. A. Andrade; W.M. Pimentel; R.L. Tucci; C.R. Dinamarco, também com nossa adesão).

apurar a eventual ilicitude da conduta e o envolvimento de pessoas submetidas ao poder de polícia do órgão. Esta comissão tem funções investigativas devendo, ao final de seus trabalhos, apresentar suas conclusões a respeito do assunto que lhe foi submetido. Com a entrega do relatório, por parte da comissão de inquérito, duas possibilidades se abrem à autarquia federal. Caso entenda pela inocorrência de ilícito administrativo ou pela inexistência de elementos que indiquem a responsabilidade dos indicados, determinará o arquivamento do inquérito. Caso contrário, intimará o indicado a oferecer defesa, iniciando-se, a partir daí, o contraditório propriamente dito.

8. Portanto, verifica-se especialmente no que tange a fase investigativa, haver profundas dissimilaridades entre procedimentos conduzidos pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

2. Do recurso de ofício em procedimentos CVM

9. Superados estes aspectos preliminares, cumpre adentrar ao questionamento propriamente dito. Como se viu acima, no procedimento conduzido pela Comissão de Valores Mobiliários, finda a fase investigativa, uma das possibilidades que surge é por se concluir pela ocorrência de indícios quanto à materialidade e autoria de uma dada irregularidade. Tal se dando, a autarquia federal intimará os administrados para apresentar defesa. Nesta hipótese, o Processo Administrativo terá curso normal, ensejando decisão terminativa, sujeita aos recursos voluntários ou de ofício estabelecidos em lei. Porém, como se viu, pode o inquérito concluir pela inexistência de fato típico ou pela inexistência de indícios quanto a sua au-

toria. Neste caso, o procedimento não ultrapassará a fase de inquérito. Vale dizer: apresentado o relatório do inquérito por parte de competente comissão cientificando a inexistência de figura típica ou indícios de autoria, a autarquia deverá optar pela não instauração do Processo Administrativo propriamente dito.

É, pois, quanto a este ato decisório que se instaura a polêmica relacionada à necessidade de se interpor *recurso de ofício* ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Entende-se evidenciado que da decisão prolatada pela CVM neste momento, não cabe *recurso de ofício*, conforme abaixo explicitado.

2.1 Da adoção do recurso de ofício

10. No momento em que foi conferido legalmente poder de polícia ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários, não havia previsão de que suas decisões, prolatadas em procedimentos tendentes à punição de infrações ao objetivo da lei bancária ou a lei que regulamenta o mercado de capitais, estivessem sujeitas ao reexame necessário. De fato, tanto a Lei 4.595, de 31.12.64, como a Lei 6.385, de 7.12.76, são silentes a respeito do assunto. As normas regulamentares dos procedimentos punitivos expedidas pelo Conselho Monetário Nacional, nada acrescentaram à temática. É somente com o advento do Regimento Interno do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, aprovado por meio da Portaria do Ministério da Fazenda 346, de 3.7.85, que certas decisões prolatadas pelas duas autarquias tornam-se sujeitas ao reexame obrigatório. Dita Portaria introduziu o *recurso de ofício* nos procedimentos punitivos conduzidos pelo Banco Central do Brasil e pela

Comissão de Valores Mobiliários, através de seu art. 9.º, *verbis*:

“Art. 9.º — Observados os prazos e efeitos previstos na legislação pertinente, o recurso será interposto:

I — pela parte, em petição dirigida ao Presidente do Conselho e apresentada perante o órgão ou entidade que houver aplicado a penalidade;

II — de ofício, por despacho no próprio ato que deixar de aplicar a penalidade.

Parágrafo único — Na ausência de disposição legal expressa, o prazo para interposição de recurso, sem efeito suspensivo, será de 30 (trinta) dias”.

11. Conseqüentemente, com a entrada em vigor deste normativo, certas decisões prolatadas pelo BACEN ou pela CVM só são alcançadas pela preclusão, após serem reexaminados pelo órgão criado pelo Decreto 91.152, de 15.3.85. Faz-se mister, assim, estabelecer quais decisões estariam sujeitas ao *recurso de ofício*.

2.2 Decisões sujeitas ao duplo grau obrigatório

12. Dessume-se do texto legal retrotranscrito que o *recurso de ofício* é cabível, quando a autoridade *a quo* deixar de aplicar penalidade. Neste sentido, necessário que se constate se o despacho prolatado pela Comissão de Valores Mobiliários determinando o arquivamento do inquérito se qualifica como ato que deixa de aplicar penalidade, e, portanto, sujeito ao reexame obrigatório. Esposa-se o entendimento que *ex vi legis* o simples despacho, determinando a remessa dos autos ao arquivo, não pode ser classificado como ato com as características estipuladas pelo art. 9.º, II, acima reproduzido. As razões deste seu entendimento são a seguir expostas.

13. A interpretação de um texto legal merece certo cuidado. A leitura apresada de disposição legais, muitas vezes, conduzem a falsas conclusões. É o caso do art. 9.º, II, da Portaria 346, que, se tomado sem o devido cuidado, corre-se o risco de considerar que qualquer pronunciamento diverso daquele que aplica penalidade, estaria sujeito ao regime do reexame obrigatório. A mera exposição da idéia, por si só, já é um argumento *ab absurdum*² quanto à sua incorreção. Deveras, não é crível se atribuir ao legislador a adoção de um sistema processual absolutamente caótico, o qual feriria as regras mais elementares da lógica, bem como, e especialmente, o princípio da eficiência a que a Administração está sujeita. De fato, submeter a quase totalidade das manifestações processuais ao reexame necessário, implicaria em eternizar qualquer procedimento conduzido pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários. Descarte-se, desde logo, a possibilidade deste interpretação encontra-se correta, uma vez que, ao adotá-la estar-se-ia concebendo o legislador como um irresponsável, o que não é factível. Cumpre, pois, prosseguir no trabalho, tentando alcançar o adequado sentido do art. 9.º, II, da Portaria 346, de 3.7.85.

14. A leitura menos perfunctória do texto *sub exame* conduz a conclusões diferentes das expostas acima, e de

⁽²⁾ Tércio Sampaio Ferraz Júnior. *Introdução ao Estudo do Direito*, São Paulo, Ed. Atlas, 1991. Na p. 307 assim se explica o argumento *ab absurdum*: “No plano da retórica fala-se em absurdo quando a demonstração conseqüente de uma proposição nos conduz a uma conclusão manifestamente inaceitável, o que nos obriga a reconhecer a “verdade” da proposição oposta. Este é, genericamente, o sentido da chamada prova pelo absurdo. Estritamente, portanto, como argumento, absurdo não é o destituído de sentido, mas o que tem um sentido falso (isto é, inaceitável para o senso comum)”.

conteúdo bem mais razoável. Ora, o texto constante do art. 9.º, II, da Portaria 346, de 3.7.85, é claro ao afirmar que o *recurso de ofício* é interposto *no próprio ato que deixar de aplicar a penalidade*. Portanto, nos termos do texto legal, sujeitam-se ao *recurso de ofício* os atos que deixarem de aplicar penalidades. Neste passo, força é lembrar que só deixa de aplicar penalidade quem poderia fazê-lo e não o fez. Isto é, a faculdade de deixar de aplicar penalidade é unicamente daquele que estava autorizado a aplicar determinada sanção, e, com base na lei, opta por não o fazer. É este o exato sentido que tem o texto legal. Tendo alcançado este entendimento teórico, há de se aplicar as conclusões à questão prática da qual se ocupa este trabalho. Vale dizer: o despacho exarado pela Comissão de Valores Mobiliários determinando o arquivamento de um inquérito, é ato procedimental onde a autoridade deixou de aplicar uma penalidade?

15. A resposta à pergunta acima é, sem sombra de dúvida, negativa. O pronunciamento da Comissão de Valores Mobiliários, que determina a remessa do inquérito ao arquivo, não é ato onde se deixa de aplicar penalidade, posto que, *nesta fase do procedimento*, o agente público não estava legalmente autorizado a aplicar qualquer sanção. De fato, quando um dado inquérito, concluído por uma comissão, é enviado ao colegiado, este, à vista do relatório final poderá: a) remeter os autos ao arquivo; ou b) intimar o indicado a apresentar defesa. Verifica-se, então, que nesta fase não se permite à autoridade aplicar ou deixar de aplicar penalidades. Se assim o é, não apresenta esta Ato Administrativo as características necessárias para ensejar a interposição de um *recurso de ofício*.

16. De todo o exposto, pode-se concluir, a partir da interpretação dos ter-

mos do art. 9.º, II, da Portaria 346, de 3.7.85, que a decisão prolatada pela Comissão de Valores Mobiliários, determinando a remessa de inquérito ao arquivo, não se sujeita ao *recurso de ofício*.

2.3 Dos atos sujeitos ao recurso de ofício

17. Como já se viu, a interpretação do art. 9.º, II, da Portaria 346, de 3.7.85, conduz à certeza de que as decisões prolatadas pela Comissão de Valores Mobiliários, na fase de inquérito, não se sujeitam ao reexame obrigatório. Tal fato, por si só, seria suficiente para encerrar imediatamente o debate. Todavia, objetivando uma abordagem definitiva sobre o assunto, necessário que se analise a questão sobre outros ângulos, de sorte a comprovar a exatidão da conclusão a que se chegou nos itens anteriores. Para tanto, aconselha-se que, inicialmente, se verifique se a decisão prolatada pela CVM, em sede de inquérito, tem natureza tal que permita seja ela objeto de *recurso de ofício*.

18. Para uma conveniente análise do assunto, a pesquisa não poderá ficar restrita ao Direito Administrativo. Com efeito, o instituto não é originário do Direito Administrativo, que o tomou por empréstimo de outro ramo do direito. Destarte, é no ramo de Direito de onde se originou que se buscará compreender que espécie de decisões submete-se ao reexame necessário.

19. O *recurso de ofício* é instituto encontrado no processo comum. Surge ele no direito processual penal lusitano.³ Segundo consta, o instituto teria imigrado para o processo civil, por conta do

⁽³⁾ José Frederico Marques. *Instituições de Direito Processual Civil*. Rio de Janeiro, Forense, 1960, p. 364.

legislador pátrio. Buzaid⁴ resume a temática, nos seguintes termos:

“Discute-se a questão de saber se tal apelação se justifica em face dos princípios da ciência moderna. Historicamente o instituto teve sua origem na época em que surgiram os primeiros acenos da concepção publicista do processo criminal, representando, por um lado, um reforço da autoridade real, em cuja Corte se desembargava a apelação e, por outro lado, uma garantia aos direitos de defesa do acusado. Evoluiu o instituto, no direito lusitano, sempre como figura do processo criminal, sem entrar em jogo qualquer consideração em favor da Real Fazenda, ou da Fazenda Pública, ou a defesa oficial do matrimônio, cuja anulação se pleiteava em juízo. Só no direito brasileiro é que se vai observar essa extensão, onde a matéria foi inovada e posta sob novos princípios”.

20. Dispensável pesquisa mais elaborada nas obras dos processualistas para que se afirme categoricamente que o *recurso de ofício* se aplica primordialmente contra sentenças. Tanto assim o é, que a clássica monografia de Buzaid sobre o assunto intitula-se “*Da Apelação Ex-officio*”.⁵ Tendo escolhido este nome, o autor já faz transparecer que o objeto do *recurso de ofício* é justamente a sentença, eis que apelação é “recurso cabível contra sentença (art. 513), isto é, contra ato pelo qual o juiz põe fim ao procedimento de primeiro grau, decidindo ou não o mérito (art. 162, § 1.º).”⁶

21. No campo do Processo Civil é exatamente isto que acontece. Ou seja,

o *recurso de ofício* (reexame obrigatório) se dirige exclusivamente contra as sentenças. Comentando o assunto, um antigo Ministro do Supremo Tribunal Federal⁷ lecionava:

“Visando, porém, ao resguardo de certos interesses de ordem pública (interesses de família, da União, do Estado ou do Município e da Fazenda Pública), a lei, no art. 475 do Código de Processo Civil, prescreve a exigibilidade do cumprimento do princípio do duplo grau de jurisdição, sempre que aqueles interesses não tenham prevalecido na sentença. *Isso se dá apenas relativamente à sentença*”. (grifo nosso).

22. No campo do processo penal, situação semelhante se apresenta. Regra geral, o Código de Processo Penal estabelece, em seu art. 574, que se sujeitam ao reexame obrigatório tão-somente *sentenças*. Diz o mencionado diploma legal:

“Art. 574. Os recursos serão voluntários, excetuando-se os seguintes casos, em que deverão ser interpostos, de ofício, pelo juiz:

I — da sentença que conceder *habeas corpus*;

II — da que absolver desde logo o réu, com fundamento na existência de circunstância que exclua o crime ou isente o réu de pena, nos termos do art. 411.

23. É certo que, no processo penal, legislação extravagante abre algumas exceções à regra, segundo a qual o *recurso de ofício* se dirige somente contra sentença. Todavia, são casos esparsos que não desnaturam o instituto.

24. Pelo que foi visto, conclui-se que ordinariamente o *recurso de ofício*

⁽⁴⁾ Alfredo Buzaid. *Da Apelação Ex-officio*. São Paulo, Edições Saraiva, 1951, p. 38.

⁽⁵⁾ *Op. cit.*

⁽⁶⁾ José Carlos Barbosa Moreira. *O Novo Processo Civil Brasileiro*. 5ª ed., Rio de Janeiro, Ed. Forense 1983, p. 181.

⁽⁷⁾ Moacyr Amaral Santos. *Primeiras Linhas de Direito Processual Civil*. 3.ª ed., São Paulo, Ed. Saraiva, 1979, 3.º v., p. 94.

(reexame obrigatório) se dirige contra sentenças. Ou seja, é da essência do *recurso de ofício* dirigir-se contra sentenças.

25. Alcançado o entendimento acima exposto, indispensável que se questione se a decisão proferida pela Comissão de Valores Mobiliários, determinando a remessa do inquérito ao arquivo, tem natureza de sentença. Neste passo, imprescindível lembrar a existência, na ciência jurídica, de princípio de caráter propedêutico, segundo o qual sentenças são prolatadas exclusivamente por órgãos judiciais. Logo, impróprio se caracterizar qualquer Ato Administrativo, ainda que decisório, como *sentença*. Conquanto tal seja verdadeiro, não é menos verdadeiro que certos Atos Administrativos, especialmente proferidos em processos administrativos jurisdicionalizados, apresentam similitude com a sentença. Destarte, haveria de se perquirir se o ato que determina a remessa de inquérito ao arquivo enquadra-se na categoria de atos assemelhados à sentença. É o que se fará, em prosseguimento.

26. Entende-se que, em processos punitivos como os aqui tratados, assemelham-se às sentenças aquelas decisões, especialmente as de mérito, proferidas após instaurado o contraditório, que põe fim ao procedimento. Nos procedimentos levados a cabo pela Comissão de Valores Mobiliários, com base na Resolução 454, de 16.11.77, não é necessário maior esforço para se concluir que típico ato decisório, que põe termo ao Processo, é aquele proferido, quando do julgamento do P.A. Tal julgamento se dá, como se sabe, após os acusados terem exercido seu direito de defesa. Para ser mais exato, o ato assemelhado à sentença é aquele proferido com base nos arts. 10 a 15 do Regulamento anexo à Resolução 454, de

16.11.77, cujo título denomina-se do "Julgamento em Primeira Instância" (art. 10 e seguintes).

27. Se o ato no Processo CVM que se assemelha à sentença é a decisão de primeira instância (arts. 10 ss. do Regulamento anexo à Resolução 454, de 16.11.77) seria ela que comportaria sujeitar-se ao duplo grau obrigatório.

28. A decisão proferida pela Comissão de Valores Mobiliários determinando a remessa do inquérito para o arquivo não apresentaria as características e a natureza de ato decisório final, que comporte sujeição ao *recurso de ofício*. Ainda fazendo paralelo com a Teoria Geral do Processo, poder-se-ia qualificar o despacho que determina o arquivamento do inquérito como algo se dá em uma fase pré-processual. Para melhor compreensão, tomar-se-á como paradigma para o Processo Administrativo CVM, o Processo Penal comum. Fazendo-se um paralelo entre os dois procedimentos, o despacho que determina o arquivamento do inquérito CVM equivaleria à fase do processo penal onde a autoridade judiciária determina o arquivamento do inquérito policial. Este ato, ainda que proferido por autoridade judiciária, não é considerado sentença. Como bem reconhece a doutrina, tem natureza de despacho interlocutório.⁸ Entende-se que a decisão determinando o arquivamento do inquérito CVM tem natureza assemelhada à proferida no inquérito policial, ou seja, tem natureza de despacho interlocutório. Não tendo, assim, natureza assemelhada à sentença, a decisão prolatada em inquérito conduzido pela CVM, não é o do tipo contra a qual seja possível a interposição de *recurso de ofício*.

⁸ Júlio Fabbrini Mirabete. *Processo Penal*. S. Paulo, Ed., Atlas, 1991, p. 95.

29. Isto posto, estribando-se na Teoria Geral do Processo, conclui-se que, no presente caso, não seria próprio a proposição de *recurso de ofício*.

2.4 Da razão para existência do recurso de ofício

30. Como já se encontra demonstrado, decisões proferidas pela Comissão de Valores Mobiliários determinando a remessa de inquéritos ao arquivo não são objeto de reexame necessário. Os motivos que embasam tal conclusão encontram-se devidamente declinados nos itens precedentes. A despeito deste fato, existem outros argumentos que reforçam esta conclusão. Estas novas ponderações em favor da tese do não cabimento do *recurso de ofício* em situações como a aqui tratada, têm como suporte argumentos ligados à finalidade precípua do *recurso de ofício*, que passam a ser expostos.

31. Muitos tratadistas pátrios se dispuseram a analisar a finalidade do *recurso de ofício*. Por certo, uma das mais felizes abordagens é de Pontes de Miranda⁹ que, em lição magistral, ensina:

A exigência do duplo grau de jurisdição derivou de se entender que se precisa evitar, por motivo objetivo (art. 475, I) ou subjetivo (art. 475, II e III), que um só juiz ou corpo julgador profira a sentença. Uma dessas espécies ligada à matéria, ao objeto, é a das ações de inexistência, nulidades ou anulação de casamento. Pareceu perigoso ao legislador que tais ações pudessem ter sentença transitada em julgado se só um juiz foi o prolator (grifo nosso).

32. Vê-se, pois, que a existência do *recurso de ofício* está intimamente ligada à necessidade de que ações que resguardem interesses relevantes para o Estado ou Sociedade ganhem o *status* de coisa julgada, sendo atingida, pois, pela imutabilidade, somente após terem sido revistas por um órgão colegiado. Esta opinião é compartilhada por Alcides de Mendonça Lima,¹⁰ do qual meditando a respeito da conveniência do chamado *recurso de ofício*, assim se expressa:

“Com isso, previnem-se maiores prejuízos, mesmo sacrificando o possível desfecho rápido, mesmo que a parte vencida — e presuntivamente a maior lesada com a manutenção da sentença — se haja conformado com o resultado. Realmente, os órgãos do Ministério Público ou das Consultorias Gerais (da República, dos Estados, ou dos Municípios, quando agem como verdadeiros “advogados” daquelas entidades públicas), como fazia sentir João Monteiro, no lance transcrito, têm o dever de atuar com lisura na fiscalização e vigilância, sobretudo em tais processos. O Anteprojeto do Código prescrevia que, “intervindo como fiscal da lei, o Ministério Público (...). III — apelará da sentença que anular o casamento” (art. 92). Desde o Projeto que o inciso foi suprimido, situação mantida no texto definitivo. Entretanto, o dispositivo era inócuo, porque seu não cumprimento deixava de atingir a finalidade da lei: evitar o trânsito em julgado se não reexaminada a sentença em grau superior. Na verdade, se por descuido, negligência, ignorância ou causas ocultas de improbidade (forçado por contingências do poder econômico ou político-partidário; coação moral; vinculações escusas etc.), o agente deixa de usar o recurso que a lei

(9) Pontes de Miranda. *Comentário ao Código de Processo Civil*. Rio de Janeiro, Ed. Forense, 1974, Tomo V, p. 216.

(10) Alcides de Mendonça Lima. *Introdução aos Recursos Cíveis*. 2.^a ed., S. Paulo, Ed. RT, 1976, p. 192/193.

lhe impõe (e que é igual ao voluntário de qualquer das partes), ele poderá pessoalmente ser responsabilizado, administrativa ou criminalmente, sendo até punido. Mas, nem por isso, deixa de operar-se a coisa julgada pelo trânsito da sentença não impugnada pelo recurso hábil" (grifo nosso).

33. A partir dos elementos supraforneados patenteia-se que, uma das razões (mas não a única) para existência do *recurso de ofício*, prende-se ao interesse de evitar que haja o trânsito em julgado de certas causas consideradas relevantes para o Estado ou para a Sociedade — trânsito em julgado este que acarretará as conseqüências conhecidas (especialmente a imutabilidade do *decisum*) — sem que um órgão superior, de composição coletiva, reexamine, *in totum*, a sentença prolatada. Neste passo, é de se indagar se as decisões proferidas pela Comissão de Valores Mobiliárias, em sede de inquérito, apresentam características tais que devam ser protegidas pelo *recurso de ofício*. Entende-se que não, conforme se tentará demonstrar.

34. O ponto fundamental do *recurso de ofício*, como se viu, situa-se no interesse em não permitir que uma decisão seja alcançada pela imutabilidade, própria da coisa julgada, antes de ser reexaminada por um Tribunal Superior. Desde logo, sabendo-se que as reflexões que serão feitas doravante encontram-se no campo administrativo, em homenagem a precisão terminológica, deve-se ter em mente que a utilização da expressão coisa julgada não é apropriada neste ramo do Direito. Deveras, como bem já ensinava Hely Lopes Meirelles:

"não existe coisa julgada administrativa, muito embora certas decisões Administrativas possam ser alcançadas

pela imutabilidade, em razão da preclusão".¹¹

A despeito de inexistir coisa julgada administrativa, impossível deixar de reconhecer que decisões prolatadas em certos processos administrativos jurisdicionados podem vir a criar algo assemelhado à coisa julgada material. Assim ocorreria se em procedimento punitivo que se guiasse pelas normas da Resolução 454, de 16.11.77, após um acusado ter sido intimado a apresentar defesa, fosse proferida decisão absolvendo-o. Esta decisão, observados os trâmites legais (inclusive o pronunciamento do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional) seria alcançada pela preclusão, não podendo o caso, a partir daí, ser reaberto contra quem já tivesse sido absolvido administrativamente.

Porém, há outras decisões proferidas pelas CVM em que conseqüências iguais a esta não se verificam. É o caso, por exemplo, da decisão de arquivar um dado inquérito administrativo. Tal despacho não criaria qualquer impedimento para que a autarquia, futuramente, e desde que surgissem novos fatos ou novas evidências, instaurasse novo procedimento inquisitório, tendente a investigação de fatos irregulares. Ou seja: nesta fase processual desnecessário que haja um *recurso de ofício*, para garantir que certas matérias não se perpetrem ou ganhem o *status* de imutabilidade, que impeçam o Poder Público de reexaminá-las.

35. Portanto, verifica-se que a decisão prolatada em inquérito não é daquela capaz de criar administrativamente algo semelhante a coisa julgada material, isto é, algo caracterizado pela imutabilidade. Assim sendo, também sob este aspecto,

⁽¹¹⁾ Hely Lopes Meirelles. *Direito Administrativo Brasileiro*, 17ª ed., S. Paulo, Malheiros Ed. 1992, p. 582.

mostra-se sem sentido querer ser impor um *recurso de ofício* contra decisão que determina o arquivamento de inquérito. Ou seja: se uma das finalidades do *recurso de ofício* é se evitar a criação de decisões materialmente imutáveis, sem que antes um órgão colegiado analise o assunto, não haveria razão para que decisão prolatada em simples inquérito, a qual, como já concluiu, não impede a Administração voltar a examinar os fatos, sujeite-se ao reexame necessário.

36. Isto posto, também sob este aspecto, demonstra-se sem qualquer fundamento advogar-se a obrigatoriedade das decisões proferidas pela Comissão de Valores Mobiliários em inquérito sujeitaram-se ao reexame necessário.

2.5 Da impossibilidade do CRSFN determinar a devolução do inquérito à CVM

37. Até o momento vem-se tratando do não cabimento do *recurso de ofício*, em decisões prolatas, em inquérito pela Comissão de Valores Mobiliários, determinando seu arquivamento. Crê-se que não resta qualquer controvérsia a este respeito. Todavia, no intuito de seu esgotar todos os aspectos polêmicos que a temática oferece, mister se faz examinar a competência do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional para conhecer de *recurso de ofício* como o ora estudado, caso ele fosse cabível. É o ponto que passa a ser ferido.

38. Na hipótese de um *recurso de ofício*, com as características supra, ser recebido pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, duas possibilidades se apresentariam ao órgão: concordar ou discordar das conclusões da Comissão de Valores Mobiliários. No

primeiro caso, isto é, se houvesse coincidência entre o posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional nenhum tipo de celeuma sugiria. A decisão seria confirmada e os autos remetidos ao arquivo. Contudo, tome-se por hipótese a possibilidade de Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional discordar do posicionamento da autoridade *a quo*. Que alternativas restariam ao órgão *ad quem*?

39. Desde logo, afaste-se a possibilidade do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional aplicar qualquer penalidade aos eventuais *recorridos de ofício*. De fato, não tendo sido estes intimados a apresentarem defesa, eventual condenação seria classificada, no mínimo, com arbitrária. Neste passo, a lição de Hely Lopes Meirelles:¹²

“Garantia de defesa: o princípio da garantia de defesa, entre nós, está assegurado no inciso LV do art. 5.º da CF justamente com a obrigatoriedade do contraditório, como decorrência do devido processo legal (CF, art. 5.º, LIV), que tem origem no *due process of law* do Direito anglo-norte-americano.

‘Por garantia de defesa deve-se entender não só a observância do rito adequado como a cientificação do processo ao interessado, a oportunidade para contestar a acusação, produzir prova de seu direito, acompanhar os atos de instrução e utilizar-se dos recursos cabíveis. (...)’

Processo administrativo sem oportunidade de defesa ou com defesa cerceada é nulo, conforme têm decidido reiteradamente nossos Tribunais judiciais, confirmando a aplicabilidade do princípio constitucional do devido processo legal, ou, mais especificamente, da garantia de defesa”.

⁽¹²⁾ *Op. cit.*, p. 588.

40. Neste mesmo sentido, as palavras da Titular do Largo de São Francisco (FADUSP):¹³

“Como, então, relacionar, os incisos LIV e LV do art. 5.º da CF?

Ana Lúcia Berbert Fontes afirma que o texto de 1988 visou, com o inciso LV, garantir princípio do devido processo legal. Contudo, parece melhor dizer que o inciso LIV especifica, para a esfera administrativa, o devido processo legal, ao impor a realização do processo administrativo, com as garantias do contraditório e ampla defesa, nos casos de controvérsia e ante a existência de acusados. No âmbito administrativo, desse modo, o devido processo legal não se restringe somente às situações de possibilidade de privação de liberdades e de bens, mas abrange as hipóteses de controvérsia ou conflito de interesses e de existência de acusados.

No concernente aos sujeitos, o devido processo legal significa o conjunto de garantias que lhes são propiciadas para tutela de posições jurídicas ante a Administração. Sob o ângulo do poder público consiste na obrigatoriedade de atuar mediante processo em determinadas situações.

A combinação dos incisos LIV e LV do art. 5.º resulta na imposição de processo administrativo que ofereça aos sujeitos oportunidade de apresentar sua defesa, suas provas, de contrapor seus argumentos a outros, enfim, a possibilidade de influir na formação do ato final. O devido processo legal desdobra-se, sobretudo, nas garantias do contraditório e ampla defesa, aplicadas ao processo administrativo” (grifo nosso).

41. Como se vê, aplicar penalidade sem garantir o direito de defesa é ato

que afronta o próprio texto constitucional.

42. Certamente se dirá que o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional poderia conhecer do recurso, determinando a continuidade do procedimento contra os acusados. Conquanto tal se afiguraria uma solução plausível, entende-se que a lei não atribuiu esta função ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Realmente, não há qualquer disposição no Dec. 91.152, de 15.3.85, ou na Portaria 346, de 3.7.85, onde este mister seja atribuído ao colegiado.

43. Muito pelo contrário. As normas em vigor restringem a competência do Conselho à análise de penalidades. Veja que o Dec. 91.152, de 15.3.85, em seu art. 1.º, II, é claro ao dizer:

“Art. 1.º — Fica criado, no Ministério da Fazenda, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, com a finalidade de julgar, em segunda e última instância, os recursos interpostos das *decisões relativas à aplicação de penalidades* administrativas previstas: (...)

II — no § 4.º do art. 11 da Lei 6.385, de 7.12.1976” (grifo nosso).

44. Por sua vez, o art. 11, § 4.º, da Lei 6.385, de 7.12.76, dispõe:

“Art. 11 — A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta lei, da lei das sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: (...).

§ 4.º — As penalidades só serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2.º do art. 9.º, cabendo recurso para o Conselho Monetário Nacional, nos termos do regulamento por este aprovado.

⁽¹³⁾ Odete Medauar. *A Processualidade no Direito Administrativo*. São Paulo, Ed. RT, 1993, p. 82.

45. Portanto, não é função do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional ordenar à Comissão de Valores Mobiliários que transforme inquérito em processos administrativos, tampouco é sua incumbência determinar quem deva ser intimado para apresentar defesa. Logo, em situações como a presente, ainda que cabível o *recurso de ofício*, conclui-se que o órgão criado pelo Dec. 91.152, de 15.3.85, não teria poderes para conhecê-lo. Realmente, é inerente ao exercício da função recursal a possibilidade de reformar a decisão reexaminada. Na medida em que não se concede poder de reforma, não se está atribuindo função recursal ao órgão. Conseqüentemente, ainda que se por absurdo o *recurso de ofício* fosse cabível contra decisões da Comissão de Valores Mobiliários que determinam o arquivamento de inquéritos, este Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional não seria competente para conhecê-lo.

3. Conclusão

46. De todo o exposto até aqui, pode-se concluir:

a) as decisões proferidas pela Comissão de Valores Mobiliários ao fim de

inquéritos administrativos, não estão sujeitas a *recurso de ofício*, com base no que estipula o art. 9.º da Portaria 346, de 3.7.85;

b) reforça este entendimento as características do *recurso de ofício*, conforme os parâmetros dados pela Teoria Geral do Processo, onde fica claro que não se intenta o *recurso de ofício* contra decisões de caráter interlocutório, prolatadas em fase pré-processual;

c) também em favor deste entendimento encontra-se o fato de que a finalidade normalmente atribuída ao *recurso de ofício* é impedir que certas decisões se perpetuem, sem que sejam reexaminadas. No caso das decisões proferidas nos inquéritos, tem se entendido que a Administração pode reabrir as investigações, na hipótese de surgirem evidências novas. Portanto, desnecessário se mostraria que tais decisões, passíveis de serem revistas, fossem protegidas pelo reexame obrigatório;

d) ainda que cabível o *recurso de ofício*, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional não poderia conhecê-lo, visto que a legislação vigente não lhe conferiria poderes recursais, nesta área.

NOTAS SOBRE A DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA: A EXPERIÊNCIA PORTUGUESA

LUIZ ANTONIO SOARES HENTZ

Sumário: 1. A evolução para um sistema de relativa individualização de patrimônios — 2. A experiência portuguesa — 3. A solução legal e jurisprudencial no direito brasileiro.

1. A evolução para um sistema de relativa individualização de patrimônios

O aprofundamento no estudo das categorias jurídicas conhecidas permite a visualização de atributos não claramente definidos, dependentes ainda de reflexões para o enquadramento dogmático definitivo. Assim sucede, no campo do direito empresarial, com o problema da delimitação da responsabilidade patrimonial em razão da personalidade jurídica de que a lei brasileira dotou as sociedades civis e mercantis (art. 20 do CC). Trata-se das sociedades de objeto comercial, ou civil, quando organizadas como as comerciais, ditas empresariais (ou empresárias) pelo Projeto do novo Código Civil, ora em tramitação no Senado Federal, e que unificará o direito privado, como se deu com o Código Civil italiano de 1942. A consequência primeira e mais importante da atribuição de personalidade jurídica às sociedades empresariais é a separação de patrimônios, e, por conseguinte, da responsabilidade que recairia sobre o patrimônio.

Modernamente, dois problemas distintos decorrem da sistemática adotada pelo legislador brasileiro, a merecer a preocupação dos juristas (e que será

mantida no novo Código Civil, salvo a introdução de ementas no Projeto). O primeiro, é que, ao se dotar unicamente a sociedade de personalidade jurídica, a partir do registro do seu contrato ou estatuto no registro peculiar (atualmente o Registro das Empresas Mercantis e Atividades Afins, que substituiu o Registro do Comércio; Lei 8.934/94), ficou de fora o empresário individual. A responsabilidade pessoal alcança os negócios realizados na empresa, não havendo divisão patrimonial, nem limite para as obrigações. O outro problema é que a sociedade passou a ser usada como forma abusiva de limitar a responsabilidade dos sócios, que não seriam atingidos por obrigações originárias da empresa, erguendo-se como um véu protetor do patrimônio dos indivíduos integrantes da sociedade, penalizando os credores desta quando não dispõe de patrimônio bastante para suportar a execução da dívida, ou no caso da falência da empresa.

Os problemas aventados não são específicos do Brasil, já que outros sistemas experimentam situação semelhante. Ou experimentaram, pois soluções estão sendo buscadas para o afastamento do abuso em prestígio da regularidade e da segurança das práticas

empresariais. Por exemplo, admitindo a sociedade unipessoal ou dotando o estabelecimento individual de patrimônio de afetação. As sociedades unipessoais são possíveis hoje na Alemanha e na França. E inclusive o Brasil a admite, na hipótese da subsidiária integral (art. 251 da Lei 6.404/76) e no caso do falecimento ou retirada de sócios, rernanescendo apenas um, pelo tempo necessário à reorganização societária (solução da jurisprudência para as sociedades limitadas, adotando princípio da permanência da empresa, ditado para as sociedades anônimas pelo art. 206, I, "d", da Lei 6.404/76). O patrimônio afetado especial foi adotado na França e em Portugal, em 1986, criando-se nesse país o Estabelecimento Individual de Responsabilidade Limitada.

A inexistência de modelos legais adequados ao exercício da atividade empresarial tem levado à adoção indevida de tipos que beneficiam o empresário protegendo o patrimônio pessoal. Desde que foi trazida para o direito pátrio, a sociedade por quotas de responsabilidade limitada não teve ainda um sucedâneo à altura. Daí sua utilização seguramente em nove de cada dez empresas existentes. Nasceram as sociedades limitadas (assim as chama o Projeto do novo Código Civil), em 1919, como uma opção às sociedades em nome coletivo e em comandita, de responsabilidade integral para os sócios ostensivos, levando ao abandono dos antigos padrões, ainda constantes do Código Comercial (arts. 295, 311, 315 e 317). O Dec. 3.708/19 permitiu dispor o título constitutivo ser limitada a responsabilidade dos sócios à importância total do capital social (art. 2.º). Trata-se de um poderoso instrumento de proteção dos bens pessoais, ficando a responsabilidade dos sócios, quando regularmente exercida a empresa, condicionada ao pagamento de sua parte do capital social.

Assim, as sociedades limitadas têm sido usadas como meio de proteção do patrimônio pessoal (também as sociedades anônimas se prestam à mesma finalidade). Mas não pode o direito conceder a proteção quando o uso do modelo é feito de modo abusivo, fraudulento, a causar prejuízo a terceiros, credores da sociedade, que se vêem impedidos de executar os bens dos seus integrantes. O problema passou a ser visto como da necessidade de se desconsiderar a personalidade jurídica da sociedade. A doutrina anglo-americana foi a que primeiramente formulou a teoria que seria chamada de *disregard of legal entity*. Na Inglaterra e nos E.U.A., a personificação das sociedades decorre, juridicamente, de um ato individual de concessão do poder político, podendo ser desconsiderada, no caso de abuso, para serem os sócios responsabilizados pessoalmente. A doutrina alemã também se debruçou sobre o problema, tendendo à superação da personalidade jurídica para atingir as pessoas que se ocultam sob ela, sendo o tema objeto de considerações em praticamente todos os sistemas legislativos.

2. A experiência portuguesa

Em recente contato com o direito europeu, em viagem de estudos a Portugal, pudemos constatar a existência de uma experiência própria, desenvolvida naquele país. Sabe-se que a França, em 1985, ao ser alterada a lei das sociedades comerciais, de 1966, adotou um modelo de sociedade unipessoal, que se denominou de "empresa unipessoal de responsabilidade limitada". E Portugal, menos de um ano depois, influenciado pelo modelo francês, tinha criado o "estabelecimento individual de responsabilidade limitada", por meio do Dec.-lei 248, de 25.8.86. É certo, porém, que a sistemática do direito português conti-

nuou a não permitir a sociedade unipessoal, preferindo-se a figura do patrimônio autônomo, ou patrimônio de afetação especial, como forma de dotar a firma individual de personalidade jurídica. Isso se deve à pouca aceitação da tese da sociedade formada por única pessoa, naquele país. Em suas lições, o Professor José do Oliveira Ascensão diz ser um absurdo a adoção de uma categoria jurídica criada para a colaboração como empresa unipessoal, pois perdem significado todos os preceitos respeitantes a órgãos e deliberações sociais, relações entre sócios, entre outros. E assevera que se se pretende a limitação de responsabilidade, esta deve ser diretamente estabelecida, sem disfuncionalidade.

O regime básico do E.I.R.L. (Estabelecimento Individual de Responsabilidade Limitada) é poder ser criado por qualquer pessoa com capacidade, passando obrigatoriamente à categoria de comerciante. O estabelecimento assenta-se numa fração separada do patrimônio do instituidor, sendo o seu capital. Cria-se por escritura pública, tem firma, objeto, sede o capital com exigência de valor mínimo de 400 000\$00 (o mesmo que vigora para as sociedades por quotas), que é intangível, mas pode ser aumentado, como nas sociedades. O ato de criação é registrado. O E.I.R.L. pode ser transmitido e dado em locação, objeto de usufruto, penhor e penhora.

O que o direito português desejou criar, e efetivamente criou, foi um sistema de responsabilidade demarcada. Sem dúvida, pôs a salvo o patrimônio geral por dívidas do E.I.R.L., com a condição de que se observe na sua gestão o princípio da separação. Ou seja, se os patrimônios, pessoal e do estabelecimento, se confundirem, a responsabilidade se torna ilimitada. E quanto à responsabilidade do E.I.R.L. pelas dívidas comuns, somente existirá, e em caráter subsidiário, desde que se prove a insuficiência do restante de bens, quer

no caso de dívida comum anterior à constituição, quer concomitante, mas garantida a preferência dos credores do estabelecimento em relação aos credores comuns do falido.

Por essas mui breves considerações sobre o sistema português de 1986, observa-se a adoção da relatividade da pessoa jurídica, em que a própria lei regula de forma precisa a matéria, ficando subtraída ao instituto da desconsideração.

3. A solução legal e jurisprudencial no direito brasileiro

Indaga-se se, na falta de normas específicas, as normas gerais, como as que coíbem a simulação, a fraude, o abuso de direito, a má-fé, fornecem meios para a proteção dos credores e outros prejudicados por indevida atuação empresarial. Juristas portugueses, como Pedro Cordeiro, têm reclamado um enquadramento dogmático do problema, alertando para o fato de sua origem anglo-americana, cujo sistema jurídico, não adstrito ao regime de legalidade expressa, dispensa o rigor que teria de ser observado pelos europeus e sul-americanos.

No Brasil, não se procurou resolver se o problema é de má adequação dos modelos legais à realidade atual (alerta nesse sentido tem sido o nosso propósito), nem se esclareceu, com sucesso, a natureza e os pressupostos da desconsideração, nem mesmo se sabe se é imprescindível sua imposição legal para aplicação prática, ou basta a invocação de normas gerais integradas no nosso ordenamento jurídico.

O legislador, quando tem oportunidade, lança mão do princípio da desconsideração. Exemplo mais recente é a Lei 8.078/90 (Código de Defesa do Consumidor), que no seu art. 28 diz que poderá o juiz "desconsiderar a personalidade jurídica da sociedade quando, em

detrimento do consumidor, houver abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social”, e também nos casos de “falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provados por má administração”. Espera-se que o novo Código Civil faça o mesmo, quebrando o absolutismo da regra da separação patrimonial no caso da invocação abusiva da personalidade jurídica da empresa. Enquanto isso, a jurisprudência, como fonte do direito, denota a aplicação da regra em casos concretos, por fundamentos variados, como os que se aprecia a seguir.

1) Em acórdão do TJSP, deu-se por válida e penhora sobre bens de sócio por dívida de sociedade limitada por não se ter comprovado a integralização das cotas e ter-se verificado a confusão entre os bens das pessoas físicas e jurídicas (RT 669/98).

2) No 1.º TAC-SP deu-se o sócio por carecedor de embargos de terceiro em execução promovida para o recebimento de crédito por dívida da sociedade, encontrando-se esta extinta e vazia de bens (JTACSP, RT, 100/63).

3) Também do 1.º TAC-SP, acórdão por maioria de votos decretou o desconhecimento da autonomia da personalidade por ter a pessoa jurídica se desviado de suas finalidades específicas, ao causar dano a terceiro em acidente de trânsito, sem condições de suportar a condenação judicial (JTACSP, RT, 102/75).

4) O mesmo 1.º TAC-SP, em acórdão de 1982, relatado por Rangel Dinamarco, já determinava o “rompimento da barreira da personalidade jurídica da sociedade, para que não se transforme em mito contrário à justiça e à própria

dignidade do Poder Judiciário”, em caso de sociedade proprietária do bem penhorado, formada pelo marido e a mulher, por dívida particular desses (RT 560/109).

5) O Tribunal de Justiça do Mato Grosso decidiu pela desconsideração na hipótese de dissolução de fato de sociedade, sendo o proprietário dos bens visados o sócio detentor da quase totalidade das quotas (acórdão e comentários na *Revista de Direito Mercantil*, RT, 51/105).

6) O TJSP também decidiu, em processo de falência, que, “havendo confusão de atividades da sociedade com as de seu titular, é, de se adotar a teoria da desconsideração da personalidade jurídica como forma de desmerecer a fraude pelo uso da sociedade” (RT 657/86).

7) No Rio Grande do Sul, o Tribunal de Alçada permitiu o atingimento, pela penhora, de bens particulares de sócios por dívida de sociedade limitada irregularmente dissolvida, dizendo que “a dissolução irregular de sociedade por cotas de responsabilidade limitada provoca a possibilidade de penhora de bens do sócio por dívida da pessoa jurídica” (RT 660/181).

8) O mesmo Tribunal desconsiderou a personalidade jurídica, por invocação do art. 10 do Dec. 3.708/19, em caso que o sócio-gerente emitiu cheque sem fundos em nome da sociedade, reconhecendo a responsabilidade solidária e ilimitada do emitente, dispondo que “a personalidade jurídica atribuída à sociedade comercial não pode servir para acobertar, sob o manto da absoluta irresponsabilidade pessoa, atos praticados pelo sócio-gerente ao arrepio do contrato ou da lei” (RT 654/182).

9) O 1.º TAC-SP decidiu que “estando a sociedade comercial em situação irregular, cujos bens desapareceram, mas aquela continuando a existir, é justo que sejam penhorados bens de seus sócios, que bastem para o pagamento da dívida assumida pela empresa, aplicando-se, no caso, a teoria da desconsideração da personalidade jurídica” (RT 703/95).

10) O TJSP reconheceu a legitimidade concorrente da sociedade e os sócios em processo que se desconsiderou a personalidade jurídica, dispondo que a “decretação não leva ao afastamento completo da sociedade, passando a compartilhar da responsabilidade com a pessoa física a quem acoberta” (RT 656/102).

Têm-se também decisões contrárias, se bem que sem representatividade, dado o pequeno número e a especificidade dos casos em que foram adotadas. Nesse sentido arrola-se as seguintes.

1) Na falta de comprovação de que a fiança tenha sido prestada com violação do contrato social da fiadora (sociedade), não cabe a penhora dos bens pessoais dos sócios, não se aplicando a

teoria da desconsideração da personalidade jurídica (2.º TAC-SP, RT 692/129).

2) Na hipótese de falência da sociedade por percalços econômico-financeiros, não tendo os sócios agido de forma fraudulenta ou desastrosa, a solidariedade no débitos sociais fica repelida (1.º TAC-SP, RT 690/103).

3) Diante da falta de prova de conduta lesiva ao patrimônio alheio, não há possibilidade de aplicação da teoria da desconsideração, por ausência das condições excepcionais justificadoras (1.º TAC-SP, RT 620/122).

4) Em mandado de segurança, decidiu-se que seria impossível alcançar o ente jurídico por dívida de sócio em simples despacho ordinatório na execução, por envolver, a aplicação da teoria, questão de alta indagação, a exigir o devido processo legal para a expedição de provimento judicial extravagante, que justifique invadir a barreira do art. 20 do CC, impedindo o arresto em caso que aparece como interessado o investidor Naji Robert Nahas (1.º TAC-SP, RT 657/120).

ATUALIDADES

REPRESENTAÇÃO COMERCIAL E DISTRIBUIÇÃO COMERCIAL — IMPORTÂNCIA DOS TRAÇOS DISTINTIVOS

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA

"La manera como se distribuye el producto puede ser tan importante como su tipo o su precio"

Tesi Prior

A observação acima, utilizada como um dos postulados para estudos e debates em um dos recentes encontros do Mercosul, traduz na verdade um padrão quase axiomático no processo econômico de qualquer sociedade.

Não há quem em sã consciência instale a sua unidade fabril de bens — sobretudo os de consumo — sem sérias e extensas considerações sobre os meios de circulação dos produtos, de colocação dos mesmos à disposição do público.

Dai porque os estudiosos das atividades econômicas sempre valoraram o comércio tanto quanto a indústria, asentado que as atividades de produção, de criação das riquezas, pouco repercutiriam a favor dos destinatários dos bens se não existissem nesse intermédio as ações criativas dos que comercializam os produtos fazendo com que estes cheguem a quem deles necessite.

Acontece então que as complexas demandas dos mercados consumidores foram ditando diversos modos de comercialização de produtos, caracterizados por uma maior ou menor participação do industrial, ou até do grande atacadista, na colocação ao mercado.

Em um ponto do aspecto temos a venda, o repasse dos produtos pelo industrial aos inúmeros varejistas, o

modo mais simples e comezinho de circulação das mercadorias, com absoluta independência dos envolvidos na cadeia econômica. Neste entrecho, o moderno instituto da franquía, nascido na dinâmica e criativa economia norte-americana, representa uma subespécie toda própria, mantido esse arcabonço da independência do varejista, mas exigindo-se deste um estrita padronização aos ditames, sobretudo mercadológicos, do fabricante em troca de uma suposta alavancagem no potencial de vendas, pela imagem, pelo "aviamento", e pela própria infra-estrutura do franqueador.

No outro extremo pode-se configurar a venda direta, do fabricante, ou até do grande atacadista, ao público consumidor, hipótese de pouca ocorrência, em regra, até pela tendente especialização de atividades no campo da economia humana.

Entre uma e outra tipificação, vemos sedimentado, na crescente prática comercial, o uso sobretudo de duas espécies distintas de contratos de comercialização, mediante o aparecimento de um "tertius", necessariamente comerciante, que vai funcionar como um "pivô" das vendas, o encarregado de promover e efetivar a venda dos produtos em sua determinada área, responsabilizando-se aí pela sua colocação, já no comércio

varejista, já perante o próprio público consumidor.

Se esse terceiro, intermediário, é um comerciante que "se obriga, mediante remuneração, a realizar negócios mercantis em caráter não eventual" e em favor de alguém para usarmos a clássica definição de Fran Martins (*Contratos e Obrigações Comerciais*, Ed. Forense, Rio, 1984, p. 318) teremos aí uma hipótese clara de representação comercial.

Ao representante comercial por essa particular qualidade, de um negociante que age em nome de outrem, e portanto muito deste dependente, a ordem jurídica brasileira confere um trato especial, protetor. A Lei 4.886, de 1965, alterada depois pela Lei 8.420/92, defere uma tutela especial ao representante, sobretudo em nível de garantias indenizatórias nos casos de rompimento unilateral, desmotivado, do contrato, pelo representado.

E como se o legislador contemplasse ali uma relação jurídica não tão subordinada e protegida como a do vínculo trabalhista, mas um tanto aproximada a esta, a um ponto que mereceu garantias mínimas de estabilização do curso relacional, desincentivando o seu rompimento. Certamente alguma coisa bem distinta das relações comerciais rotineiras, onde há plena liberdade das partes para acertar no contrato, termos e prazos de convivência e para romper com facilidade, o vínculo que não tenha determinação de prazo certo.

É assim que, se aquela terceira parte na cadeia de comercialização é um comerciante atacadista que vai proceder, em conta própria, à venda dos produtos do fabricante, deste comprando e ao varejo vendendo, geralmente com exclusividade, teremos a hipótese de distribuição comercial.

O contrato de distribuição é por muitos chamado também de contrato de concessão comercial, ou mais praticamente

denominado de ajuste de revenda comercial.

Esse último modo denominativo tem talvez a precisão de focar o grande elemento de distinção entre tal forma contratual e o vínculo de representação, pois que neste, agindo o representante em nome e por conta de alguém (o representado), em regra/ele não "revende", ele vende, enquanto na distribuição, ao operar, ele pratica uma venda em conta própria de produtos que a ele terão sido vendidos pelo concedente.

Waldírio Bulgarelli, com a pertinência de hábito, ensina:

"não se ajusta (o contrato de concessão) também ao contrato de representação comercial autônoma, conforme disciplinado pela Lei 4.886, de 9 de dezembro de 1965, pois o representante é um intermediário que age em nome e por conta da empresa mandante, consoante se deduz da definição do art. 1.º da citada Lei 4.886. Nesse sentido, na França, Jean Hemard aponta que os concessionários se apresentam como um comerciante, comprando a um fabricante seus produtos, que ele revende por sua própria conta, e a remuneração que lhe advém não é uma comissão referente a uma atividade de mandatário, mas um lucro proveniente da diferença entre o preço de compra e o preço de revenda" (*Contratos Mercantis*, Ed. Atlas, 1.ª ed., p. 453).

E Rubens Requião, autor de clássica monografia sobre a representação comercial (*Do Representante Comercial*, 2ª ed., Ed. Forense) pontifica:

"A representação comercial, como o mandato, pode integrar-se na figura da concessão de venda, como ainda veremos, mas jamais poderiam ser considerados seus elementos preponderantes, para permitir sua classificação como assimilada ao contrato de agência ou representação comercial".

O professor paranaense, na verdade, se detém mais apuradamente em quali-

ficar os caracteres do contrato de distribuição (ob. cit., p. 60/ss.):

“O contrato de distribuição não é bem estudado no Direito brasileiro. Seus contornos são indefinidos, ora se confundindo impropriamente com representação comercial, ora com a “conta própria”, ora com o contrato de concessão comercial (...)”.

“Pela observação do negócio de distribuição, na vida comercial, percebemos que essa modalidade contratual decorre do depósito da mercadoria em mãos do agente do produtor. Este não adquire a mercadoria para revendê-la. Fica ela depositada em seu poder, para distribuí-la, fazendo chegar às mãos dos compradores.

O distribuidor, com efeito, recebe a mercadoria do produtor, com o intuito de fazê-la circular. É ele um vendedor a serviço da empresa produtora. Recebe a mercadoria em grosso, ou como representante comercial ou como comprador exclusivo, mantendo-a em depósito, sob sua guarda e responsabilidade. Ao promover a venda da mercadoria pode faturá-la. Esse faturamento ou é feito por ele, se adquiriu a mercadoria, ou é procedido pelo comitente, agindo o distribuidor como vendedor autônomo que promove a tradição da mercadoria, mas não a sua cobrança.

Se o distribuidor adquire a mercadoria em grosso, com exclusividade, para negociá-la como sua, a operação tem o nome de “conta própria”.

Nesse corte conceitual de Rubens Requião vemos como a prática comercial tão ágil acabou ditando a confusão que cerca a coexistência entre um e outro modelo de cooperação no comércio. Há formas de utilização de estruturas de vendas que nominalmente são referidas como de distribuição de produtos, quando em rigor técnico serão representação, porque o interposto comerciante não vende por si mesmo, não revende os bens, ele “promove a tradi-

ção da mercadoria, mas não a sua cobrança”, pois que “é ele um vendedor a serviço da empresa produtiva”, para repetir as expressões mais significativamente diferenciadoras utilizadas pelo professor Requião.

Contrato de distribuição estrito senso, tipologicamente distinto em seus caracteres básicos, será enfim aquele último, referido pelo mestre paranaense, onde o distribuidor “adquire a mercadoria em grosso, com exclusividade, para negociá-la como sua”, pois aí temos a revenda dos bens por conta própria.

Esses traços distintivos entre uma e outra espécie contratual são muito importantes pois, como se vê, a ordem jurídica brasileira houve por bem em prestar à representação comercial esse caráter mais tutelar, provavelmente em apreço à dependência maior do comerciante representante para com aquele que o credencia.

A Lei 4.886/65, depois alterada pela Lei 8.420/92, concede elementos protetores do vínculo relacional em favor do representante, sobretudo em forma de valores indenizatórios mínimos (que a convenção pode acrescer) no caso de rescisão injustificada do ajuste pelo representado.

O especialista Rubens Requião (ob. cit., p. 261) observa:

“Não temos dúvida, por isso, fundados nos princípios de direito, em sustentar que os contratos de representação comercial a prazo determinado, quando não existam motivos de fato para a determinação do prazo de vigência, sendo renovados ou prorrogados sucessivamente, revelam a sua verdadeira e real natureza de contrato a prazo indeterminado. A determinação desmotivada do prazo convencional, sucessivamente reconduzido, presume a intenção de fraudar a indenização a que faria jus o representante comercial”.

Os tribunais têm abonado essa vazão protetora da lei quanto a tais contratos:

"(...) Em havendo contrato de representação comercial, e ocorrendo a rescisão por parte do representado, sem causa justificada, o representante tem direito a cobrar indenização com base no art. 27, parágrafo único, da Lei 4.886/65" (TJ-RJ em RT 481/207).

"(...) Não admitiu a Lei 4.886 a rescisão arbitrária, ou denuncia vazia, sendo, por essa razão, ineficaz nos contratos de representação comercial a cláusula que autorize o representado a rescindir o ajuste sem indenizar" (RT 489/159).

Ou ainda:

"(...) O representante comercial cujo contrato, embora verbal, foi rescindido pelo representado, que não comprovou justo motivo para a rescisão, faz jus à percepção de indenização e aviso prévio na forma da Lei 4.886 de 9.12.65 (...)" (Ac. unân. da 5.^a C.C. do TJRJ de 18.9.91 na apelação cível 17.800).

O próprio STF assim solidificou esse entendimento:

"Representação Comercial — Contrato por prazo indeterminado — Rescisão imotivada precedida de pré-aviso — Fato que não elide a obrigação de indenizar o representante se o contrato tem mais de 6 meses (ac. unân. da 2.^a T. do STF in "Jurisprudência Brasileira", 41, p. 31, Ed. Juruá, 1989).

Outro trato terá o contrato de concessão, de distribuição, pois aqui a ordem jurídica, vendo na espécie um vínculo de obrigações mais elástico, e que demanda pouca dependência entre o distribuidor e seu concedente — uma vez que aquele vende em contra própria, revende — não lhe outorgou as diretrizes protetoras que embargam o livre desfazimento do ajuste sem maiores onerações.

Ainda aí, porém, a realidade elástica, criativa, evolutiva, volátil, da economia, acaba ditando parâmetros factuais que não por influenciar o cuidado jurídico aplicável ao tema.

Há, sim, um tipo de contrato de distribuição, abrangendo talvez a maioria deles, onde a força do concedente se exaure na possível qualidade e "mercantilidade" de seu produto, ficando o distribuidor bem *à aise* para exercer e desenvolver seu potencial de vendas de acordo com seus ditames próprios.

Aí estaremos em terreno típico de concessão comercial, contrato livre de presilhas legais, possibilitando às partes, comerciantes, escolherem seus termos de relacionamento, inclusive sobre como e em que condições desfazê-los.

Há outros ajustes que, sob tal forma de distribuição comercial envolvem grandes fabricantes, poderosos produtores, dominantes do mercado, e que outorgam, por sua força, prestígio, pelo vertiginoso "efeito venda" de seu nome, e de sua marca, condições draconianas, muito estritas, de relacionamento com seus distribuidores, a conviverem por longos anos.

Nestes tipos contratuais, muito presentes na área de bebidas e refrigerantes, na área de veículos automotores e algumas outras, há, na aparência, absoluta independência dos distribuidores, que praticam revenda em conta própria, mas na observação mais próxima do trato contratual longo ali existente, há um estrito controle do concedente sobre estoques, sobre quantidades e meios de venda, sobre a publicidade envolvida, e até sobre eventuais outros produtos de terceiros que aqueles comerciantes hajam por colocar à venda.

Observando aquele aspecto revelador da intensidade do relacionamento entre as partes, acima falado, vemos um deslocamento desses contratos mais para a proximidade das espécies tipológicas de representação comercial, pois que aí alguns de seus traços distintivos desaparecem, mesmo que sobreexistindo, na forma, o elemento distinto da venda em conta própria.

Por certo, em obséquio a essa assemelhação, alguns tribunais têm se manifestado por um tratamento parecido na proteção desses vínculos de distribuição com tais características, provendo pretensões indenizatórias quando de rescisões imotivadas pelos fabricantes.

A esse propósito, em ação movida pela Ideal Comércio de Bebidas Ltda contra a Cia. Sulina de Bebidas Antártica, em Curitiba, o TJ-PA, em 1988, na Apelação Cível 218, assim decidiu:

“A empresa que distribui ou revende bebidas em zona predeterminada pelo fabricante, a sujeita a não operar com produtos concorrentes do mesmo, tem direito a ser indenizada em caso de rompimento abrupto do contrato, que se estabeleceu ao longo dos anos (...)”.

E no corpo do acórdão, lê-se,

“É de todo evidente um relacionamento comercial dessa natureza, com todas essas características, não pode ser tida como uma de simples revendedora, a atuar por conta e risco próprio, como quer a Antártica.

Na verdade, fica muito claro que a Ideal atuava também no interesse do fabricante interessada em divulgar sua marca e colocar seus produtos em região de atuação de Ideal, e manter ali clientela permanente.

Chama a atenção a existência de uma fossa geográfica determinada pelo fabricante para a Ideal atuar, e a exclusividade a que esta estava submetida na venda dos produtos do fabricante, circunstância demonstradora de que a relação entre as partes ia muito além do que uma simples revenda de bebidas (...)”.

No mesmo sentido, concedendo direito indenizatório aos distribuidores, no caso de rescisões injustificadas de contratos de distribuição de longo curso de duração, temos o acórdão da 1.ª Câmara Cível do TJRS de 20.3.79 (Revista de Jurisprudência do TJRS, 77, p. 229).

“A ruptura brusca de contrato de concessão mercantil ajustado por prazo indeterminado, que perdurou ao longo de mais de 40 anos, acarreta obrigação de indenizar os prejuízos resultantes da rescisão”.

Na superfície poderá parecer estranho que um tratamento se não igual, ao menos assemelhadamente tutelar, seja conferido a um vínculo contratual que, na sua faceta mais característica, seja distinto da representação, pois que ali não se comercializa em nome de outrem, como neste último caso, mas sim revende-se em conta própria.

Contudo, o que não se pode perder em vista é que o trato protetor que a lei brasileira entendeu por conhecer aos representantes comerciais não está evidentemente assentado pela qualidade de procederem eles à venda em nome dos representados (e não em conta própria), mas sim na extrema dependência comercial para com tais representados e no efetivo controle que estes exercem sobre seus comissários.

Em suma, voltando àquele paralelismo acima exposto, o representante comercial, de um modo genérico, funciona como uma *longa manus* do representado, menos ligado a este que um empregado dele, talvez, mas muito mais dependente do que um parceiro comercial comum.

Pois então se, contratos longos de concessão ou distribuição, como acima exemplificados, e não incomumente encontrados na prática mercantil, oferecem em suas peculiaridades, estrito controle de vendas, de estoques, de padronagem de procedimentos de marketing etc., por parte do fabricante para com seu contratado, eles ficam revelando contornos de dependência muito próximos àqueles existentes entre representantes e representado. Daí a tendência jurisprudencial para conceder a esses tratos mercantis alguma tutela que desestimula a arbitrária e desmotivada rescisão pelo fabricante.

CRIAÇÃO E DESENVOLVIMENTO DE UMA SOCIEDADE DE CAPITAL — INVESTIMENTO: AS LIÇÕES DO MODELO FRANCÊS*

FRANÇOISE MONOD

A criação e o desenvolvimento de pequenas e médias empresas (ditas PME) passa cada vez mais pelo autofinanciamento. Ao longo dos últimos anos, a atuação de sociedades criadas para o fim de investir em pequenas e médias empresas — denominadas em geral sociedades de capital-risco — tem sido a grande responsável pela viabilização desse tipo de financiamento na França.

(*) No Brasil a matéria reveste-se do maior interesse e atualidade. Em 1994 foi editada a Instrução n.º 209 da Comissão de Valores Mobiliários, com o objetivo de estimular o desenvolvimento de pequenas e médias empresas. A instrução dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos e Investimento em Empresas Emergentes. As primeiras operações desse tipo já têm sido realizadas. Em outubro de 1995 o Banco Fator e a Federação das Indústrias do Estado de Santa Catarina reuniram-se com potenciais investidores para consolidar a captação de recursos para um fundo assim; por outro lado, o Banco Mundial está apoiando a formação no Brasil de um fundo com o mesmo fim. A experiência francesa foi objeto da conferência apresentada por Françoise Monod na ocasião da Assembléia-Geral do "Dailogue Parlementaire Euro-Arabe", realizada em Paris no congresso nacional francês (Assemblée Nationale), em abril de 1994. Um estudo detalhado sobre essa questão pode ser consultado na obra da mesma autora, intitulada "Capital Développement-Les Pactes d'Actionnaires" publicada em outubro de 1993 pela revista *Capital Finance-Le Nouvel Economiste*. (N. do E.)

O capital-risco em sentido amplo, chamado também de capital-desenvolvimento ou capital-investimento, significando a idéia veiculada pela expressão inglesa *venture capital*, é uma nova maneira de financiamento das PME com recursos próprios. Esse financiamento autóctone favorece o desenvolvimento dessas empresas tornando-as mais competitivas, o que reforça a economia do país e particularmente o fortalecimento da classe média.

Esse método mostrou-se eficaz em três países do mundo: os Estados Unidos, a Inglaterra e a França.

Não tratarei aqui do caso norte-americano, bem conhecido de todos, sobretudo pelo sucesso da Silicon Valley da Califórnia no setor eletrônico; tampouco tratarei do caso inglês, visto que a Inglaterra lança mão desse método há trinta anos. Esses dois exemplos consistem no que se pode chamar de exemplo anglo-saxão.

Tratarei da França, que é a terceira no mundo em atividades de capital-risco e que tem uma dianteira considerável em relação aos outros países da Europa. A França é assim, nesse campo, o primeiro país entre os não anglo-saxões. Parece-me, além disso, que o contexto francês, tanto no que diz respeito às PME propriamente ditas, quanto no que concerne ao interesse que o Estado pode manifestar em sustentar seu desenvolvimento, é sem dúvida mais próximo do contexto dos países da América Latina.

Assim também, muito provavelmente, no plano jurídico e financeiro.

O modelo francês é portanto particularmente interessante para os países nos quais os governos sentem-se no dever de incentivar ativamente o desenvolvimento das PME, criadoras de riqueza amplamente repartida e criadoras de empregos.

Pude constatar na ocasião de duas missões oficiais que realizei na Venezuela, designada pelo Ministro dos Negócios Exteriores francês a pedido do Ministério da Fazenda da Venezuela, que a Venezuela, quarta potência econômica da América Latina e cujo governo executa um forte programa de desenvolvimento das pequenas e médias empresas, adotou o modelo francês por considerá-lo o mais adequado.

Pude confirmar essa observação na ocasião de uma missão da qual participo por conta do BERD, que escolheu a sociedade de capital-risco francesa que aconselho para criar uma sociedade de capital-desenvolvimento na Rússia, a fim de intervir especialmente na região de Smolensk.

Além disso, parece-me que a maioria dos países da América Latina, e especialmente o Brasil, utilizam os códigos de direito civil e comercial derivados dos códigos de Napoleão. Assim, os métodos jurídicos e as montagens que aprimoramos na França podem ser facilmente transpostos para a maioria dos países da América Latina.

O capital-risco é uma idéia simples, a do financiamento das PME por meio de recursos próprios e não pelo endividamento: os investidores encontram sua remuneração não nos juros pagos pelo dinheiro emprestado, mas na valorização das PME — e portanto na de seu investimento — e na participação nos lucros.

A finalidade do investimento em capital-risco é a de valorizar a empresa e conseqüentemente permitir o paga-

mento rápido de dividendos, além de pôr a sociedade de capital-risco em condições de ceder sua participação auferindo lucro ou mesmo de facilitar a venda da totalidade da sociedade. Trata-se assim de um estado de espírito da parte das empresas de decidem acolher um novo tipo de parceiro com um objetivo comum: desenvolver a empresa.

As sociedades de capital-risco existem a França há mais de vinte anos e no inícios contaram com um contexto econômico, sociológico, jurídico e fiscal comparável àquele que existe hoje em certo número de países da América Latina, especialmente o Brasil.

Na França, o Estado teve um papel determinante para suscitar a criação da primeira sociedade de capital-risco, a sociedade Sofinnova, que aconselho. Sofinnova é sem dúvida a melhor ilustração da inauguração de nosso sistema: trata-se de um sociedade anônima francesa de direito comum, constituída sem qualquer aporte financeiro do Estado, por um grupo de acionistas do setor financeiro e industrial, de nacionalidade francesa e estrangeira. O papel, certamente determinante, do Estado, foi o de reunir os primeiros acionistas de Sofinnova e incitá-los a apontar o capital necessário à constituição da sociedade, cujo objeto era, naturalmente, a tomada de participação minoritária em pequenas e médias empresas com potencial de crescimento. Ao mesmo tempo, o Estado favoreceu a constituição da equipe de gestão, escolhendo alguns funcionários competentes.

Além disso, como esse desenvolvimento importa em riscos, e como o investidor em recursos próprios — ao contrário do banqueiro — não exige garantias da empresa, pareceu necessário na França, para pôr esse sistema em funcionamento, um apoio do governo suscitando a criação de um fundo de garantia, a SOFARIS, que não é um

organismo governamental mas um fundo mútuo de garantia apoiado pelo Estado.

Na França em 1993, por volta de 180 sociedades de capital-risco investiram 6 bilhões de francos em quase 1.000 empresas, tornando-se acionistas dessas empresas. Esses investimentos se distribuem por todo o território francês, sendo que a região parisiense representa apenas um terço desse total.

Cumpra observar que o sucesso dessa atividade na França atraiu investidores estrangeiros que aportaram, indiretamente, por meio das sociedades de capital-risco, dinheiro para desenvolvimento das PME francesas. Em 1990, metade dos fundos investidos por sociedades de capital-risco nessas empresas francesas era de origem estrangeira.

Um estudo recente demonstrou que o capital-risco na França contribuiu para o desenvolvimento das PME, tendo estimulado uma criação de empregos mais rápida do que nas outras PME. As 234 empresas examinadas por esse estudo e que haviam sido sustentadas pelo capital-risco aumentaram seus empregos em 34%, enquanto que as outras PME diminuíram seus empregos em 7%, o que foi aliás a média geral.

Na França esse método contou com os seguintes fatores, que facilitaram sua execução:

- existência de PMEs com um potencial de desenvolvimento, e necessitando de fundos próprios;

- existência de investidores profissionais de capital-risco;

- direito societário permitindo a tomada de participação minoritária de modo apropriado na empresa;

- direito tributário incitando esse tipo de operação diminuição da carga tributária sobre os lucros e transparência tributária das sociedades de capital-risco, por exemplo).

- direito mobiliário permitindo o acesso das PME às Bolsas de Valores (criação de um segundo mercado);

- direito financeiro permitindo a criação de Fundos Comuns de Aplicação a Risco.

Um fator favorável apareceu também na França: os grandes grupos industriais franceses compreenderam que poderia ser muitas vezes menos custoso e mais rápido se desenvolver por crescimento externo, ou seja, pela compra de uma participação de uma PME promissora. Isso favoreceu a cessão das participações das sociedades de capital-risco.

Em conclusão, é possível afirmar que o financiamento em fundos próprios do tipo capital-risco oferece atualmente possibilidades muito interessantes nos casos seguintes:

- criação de uma empresa, especialmente no setor de tecnologia;

- expansão das PME com potencial de desenvolvimento, notadamente as empresas familiares;

- transmissão das empresas familiares em caso de sucessão;

- encaminhamento das PME em dificuldade passageira mas com chances sólidas de desenvolvimento;

Essa atividade atribui um papel importante aos profissionais do capital-risco, isto é, às equipes de analistas que, no âmbito das sociedades de capital-risco, sabem detectar as empresas interessantes, negociar as tomadas de participação, acompanhar a evolução da empresa e, finalmente, ceder sua participação com lucro, de acordo com os outros acionistas da empresa. É esse processo que permite à sociedade de capital-risco funcionar com recursos próprios e associar seus membros a seus benefícios.

Uma sociedade de capital-investimento para os países da América Latina poderia certamente contribuir ao desenvolvimento das PME dos países em questão.

AS COOPERATIVAS E O DIREITO DOS COOPERADOS RETIRANTES AO VALOR ATUALIZADO DE SUAS QUOTAS-PARTES

JORGE EDUARDO PRADA LEVY

Sumário: 1. Introdução — 2. A correção monetária — 3. A influência dos lucros e prejuízos sobre o valor da quota-parte — 4. Conclusão

1. Introdução

1. Em acórdão recente, a Décima Segunda Câmara Civil do Tribunal de Justiça de São Paulo firmou entendimento quanto ao direito de cooperado retirante à restituição, com correção monetária plena, de sua quota-parte no capital de cooperativa.

2. Tratou-se de ação movida por cooperado contra cooperativa da qual se retirou. A cooperativa restituiu ao retirante todas as integralizações de capital efetuadas pelo mesmo ao longo dos diversos anos em que se manteve cooperado. A restituição, contudo, deu-se pelo valor nominal das subscrições, sem correção monetária.

3. O cooperado pleiteou então o valor das diferenças relativas à correção monetária que não lhe fora creditada.

4. A cooperativa apoiou sua defesa na alegação de que não exerce atividade lucrativa, o que em seu entendimento descaracterizaria qualquer obrigação de restituir o capital do retirante com correção monetária. Ademais, o próprio estatuto social da cooperativa dispunha que a restituição das quotas-partes in-

tegralizadas deveria ser feita pelo valor nominal da subscrição.

5. Em primeira instância o feito foi julgado improcedente. Interposta apelação pelo ex-cooperado, a 12.^a Câmara Civil do Tribunal de Justiça de São Paulo reverteu a decisão monocrática em julgamento majoritário. Reiterou a colenda Corte a manifestação dominante da jurisprudência nacional, sistematizada na afirmação precisa, ali citada, do eminente Ministro Athos Carneiro, segundo o qual “a correção monetária não é um *plus* que se acresce ao crédito, mas um *minus* que se evita”.

2. A correção monetária

6. Sobre a correção monetária, tem razão a colenda 12.^a Câmara. A convivência com a significativa, ininterrupta, e durante diversos períodos crescentes inflação, levou-nos à consolidação da prática da indexação generalizada como meio engenhoso de, por meio da adoção de unidades de conta de valor estável, permitir a manutenção do equilíbrio nas relações econômicas.

7. Desde os mais sofisticados negócios até mezinhas relações domésti-

cas, a mentalidade da reposição mensal — e em algumas fases até diária — do valor da moeda disseminou-se, levando inclusive indivíduos sem formação escolar a praticar com naturalidade a matemática da correção monetária.

8. A inteligência jurídica nacional acabou absorvendo a noção da atualização automática das obrigações, fossem elas derivadas de relação contratual ou de ato ilícito, abandonando gradativamente a discussão — hoje tida por irrelevante — sobre a distinção entre dívida de valor e dívida de dinheiro. E a jurisprudência finalmente reconheceu de forma quase absoluta o fato de que correção monetária serve apenas para manter o valor da obrigação em equivalência com sua significação econômica original, impedindo locupletamento do devedor.

9. Aplicando essas noções ao caso concreto, o Tribunal de Justiça de São Paulo, com acerto, afirmou que não tem cabimento pretender a cooperativa furtar-se ao pagamento de atualização monetária de suas obrigações pelo simples fato de não exercer atividade lucrativa.

10. De fato, não é o lucro que produz a correção monetária devida ao cooperado retirante. O cálculo de reposição da inflação acrescenta à expressão nominal do valor do capital parcela absolutamente neutra, não derivada de lucros ou prejuízos.

11. O reajustamento do valor do patrimônio da cooperativa independe de ela exercer ou não atividade lucrativa, e de qualquer forma deve necessariamente ser refletido no valor da quota-parte a ser restituída ao retirante, sob risco de locupletamento da cooperativa e dos cooperados que permanecem.

12. De fato, obrigar um cooperado a retirar-se da sociedade levando tão-somente uma pequena fração de sua participação no patrimônio social equivale a restringir sua liberdade de retirada, penalizando-a, em infração ao disposto no inc. XX do art. 5.º da Constituição Federal (“ninguém poder ser compelido a associar-se ou a permanecer associado”).

13. Ademais, se a lei permitisse a penalização de cooperado retirante estaria claramente contribuindo para o desestímulo generalizado ao cooperativismo, em frontal contrariedade ao disposto no § 2.º do art. 174 do texto constitucional (“a lei apoiará e estimulará o cooperativismo e outras formas de associativismo”).

14. O que não se menciona, contudo, na decisão comentada, até porque pelo Relatório aparentemente não houve provocação por qualquer das partes a respeito, é a necessidade de, na determinação do valor da quota-parte a ser restituída ao retirante, ser considerado, adicionalmente à correção monetária, o valor de lucros e/ou prejuízos eventualmente ocorridos ao longo do período em que o retirante permaneceu cooperado. É o que se aborda a seguir.

3. A influência dos lucros e prejuízos sobre o valor da quota-parte

15. Conforme antes mencionado, o reajustamento natural do valor do patrimônio da cooperativa independe de ela praticar ou não atividade lucrativa. De fato, a cooperativa recebe contribuições de seus cooperados e as aplica em bens. Parte desses bens pode constituir-se de aplicações financeiras, que normalmente repõem a inflação e ainda permitem algum ganho real. Outros ativos tendem a valorizar-se ou a manter equivalência

com o custo corrigido, salvo depreciações.

16. Seguindo-se o raciocínio do parágrafo anterior conclui-se que o patrimônio da cooperativa deveria, no mínimo, manter-se atualizado em relação à inflação. Isso não é necessariamente verdade, como se comentará mais adiante.

17. Imaginando-se, por hipótese, que o valor do patrimônio mantém-se atualizado precisamente na mesma medida dos índices de inflação, então a restituição do capital contribuído pelo cooperado, com atualização pela correção monetária plena, resultaria em perfeita justiça econômica. O retirante não perderia qualquer parcela de sua participação no patrimônio cooperado em benefício dos cooperados remanescentes e estes últimos não veriam desfalcado seu patrimônio por pagamento injustificadamente elevado ao retirante.

18. De outro lado, contudo, é possível que, seja pela valorização real de seus bens, seja pelo auferimento de receitas, a cooperativa tenha gerado lucros superiores à correção monetária do capital. Nessa hipótese, os lucros integram-se ao patrimônio da sociedade, ainda que não incorporados ao capital.

19. De fato, patrimônio da cooperativa é constituído pelo capital social somado à respectiva correção monetária, adicionado a lucros acumulados ainda não incorporados ao capital ou deduzido de eventuais prejuízos acumulados ainda não absorvidos pelo capital ou por lucros de outros exercícios, além, evidentemente, das reservas legais e estatutárias.

20. Restituir-se, então, ao cooperado retirante, tão-somente sua participação no capital, ainda que corrigida,

corresponderia a negar-lhe participação no lucro acumulado e nas demais reservas produzidas a partir de lucros, e portanto em parcela do patrimônio, o que, como visto mais acima, infringiria normas constitucionais.

21. Ademais, tal medida atribuiria ao cooperados remanescentes benefício vedado pelo § 3.º do art. 24 da Lei 5.764, de 16.12.71 — que institui o regime jurídico das cooperativas, além de constituir ganho estranho aos objetivos da cooperativa, nos termos do art. 3.º *in fine* da mesma lei.

22. Contudo, ocorre também que muitas cooperativas — como é próprio de sua definição legal — são formadas com objetivo de prestar serviços a seus associados, e assim comumente têm parcela significativa das contribuições de capital vertida não em bens, mas em despesas não reembolsadas nem compensadas com ganhos, gerando, por consequência, prejuízos.

23. De fato, relativamente às despesas incorridas diretamente na prestação de serviços aos cooperados, a Lei 5.764/71 admite duas hipóteses alternativas: a) a cooperativa pode ratear o reembolso dessas despesas entre os associados, na proporção da utilização dos serviços por cada um (art. 80, II) ou b) a cooperativa pode arcar com tais despesas, e se em tal hipótese acabar sofrendo prejuízo deve ratear o mesmo entre os cooperados na mesma proporção referida (art. 89).

24. Por isso também que em outras cooperativas há previsão de subscrição periódica de capital pelos cooperados igualmente na proporção da utilização dos serviços por cada um (art. 27, § 2º, da Lei 5.764/71). Tal subscrição periódica nada mais é que a recomposição

do patrimônio desgastado pelos serviços prestados aos cooperados sem completa remuneração, assemelhando-se em seus efeitos econômicos ao próprio reembolso das despesas e ao rateio dos prejuízos aludidos no parágrafo anterior.

25. Assim, similarmente ao que ocorre em relação ao lucro, conforme comentado mais acima, o prejuízo apurado pela cooperativa deve também ser reconhecido no cálculo do valor de seu patrimônio, como redutor do valor do capital atualizado somado às demais reservas.

26. Em situação de prejuízos acumulados — o que como visto é comum entre cooperativas — fica fácil compreender que eventual restituição da quota-parte do cooperado retirante simplesmente pelo valor corrigido monetariamente das subscrições respectivas implicaria em pagamento a tal cooperado de valor superior ao patrimônio correspondente a tal quota-parte.

27. A restituição feita nas circunstâncias descritas no parágrafo anterior representaria distribuição ao cooperado retirante de benefício indevido e igualmente vedado pelo já citado § 3º do art. 24 da Lei 5.764, em detrimento dos credores, da cooperativa e dos cooperados remanescentes.

28. Por tudo isso que o valor da quota-parte a ser restituído ao cooperado retirante deve necessariamente ser calculado proporcionalmente à participação correspondente a tal quota parte no patrimônio da cooperativa. Tal cálculo seria efetuado dividindo-se a quota parte do capital detida pelo retirante pela totalidade do capital nominalmente expresso no momento do cálculo. O resultado de tal divisão seria uma fração a ser multiplicada pelo valor do patrimô-

nio líquido da cooperativa (que corresponderia ao citado capital adicionado da respectiva correção monetária ainda não capitalizada, de lucros eventualmente ainda não incorporados e das demais reservas, e deduzido de prejuízos eventualmente ainda não absorvidos pelo capital). O produto dessa multiplicação corresponderá ao valor patrimonial da quota-parte.

4. Conclusão

29. Da exposição sumária acima conclui-se que o valor da quota-parte do capital da cooperativa a ser pago ao cooperado quando de sua retirada não pode em hipótese alguma corresponder tão-somente ao valor nominal das integralizações de capital por ele efetivadas. Tal valor nominal tenderia, ao menos em relação às décadas recentes da história econômica brasileira, a mostrar-se irrisório.

30. Definitivamente não convence a afirmação segundo a qual, por tratar-se de entidade sem fins lucrativos, as obrigações da cooperativa não devem ser atualizadas. Como visto, a correção monetária do patrimônio da cooperativa não decorre do lucro, nem depende de seu auferimento. Por outro lado, se à cooperativa é vedado o auferimento de lucro, como ela mesma afirma, tanto mais vedado seria a percepção de ganho derivado de locupletamento a custas dos próprios cooperados, como ocorre se a atualização do valor do capital não é paga aos que se retiram.

31. Mas não basta, contrariamente ao que decidiu a comentada decisão do colendo Tribunal de Justiça de São Paulo, restituir-se o valor do capital integralizado pelo retirante com correção monetária plena. Tal procedimento

tanto pode ser prejudicial ao retirante, em casos de a cooperativa ter registrado lucros, como pode ser lesivo à cooperativa, e portanto aos cooperados remanescentes, se tiverem ocorrido prejuízos durante o período de permanência do demissionário.

32. Qualquer das situações mencionadas no parágrafo anterior — restituição ao retirante de valor inferior ou superior ao que efetivamente corresponde sua quota-parte em relação ao patrimônio da cooperativa — infringiria disposição legal.

33. Em suma, não resta dúvida de que as subscrições de capital realizadas pelo cooperado devem lhe ser restituídas devidamente atualizadas, quando de sua retirada. Tal atualização, contudo, não há que ser feita simplesmente de acordo com a correção monetária plena, mas também levando em consideração todos os lucros e/ou prejuízos sofridos pela cooperativa desde o ingresso do cooperado, proporcionalmente a sua participação no capital, de tal forma que o valor a ele restituído corresponda fielmente ao valor patrimonial da participação cancelada.

TEXTO DE ACÓRDÃO COMENTADO

ACÓRDÃO — Vistos, relatados e discutidos estes autos de Apelação Cível 241.100/2, da Comarca de São Paulo, em que é apelante Companhia Açucareira Usina Cupim, sendo apelada Cooperativa de Produtores de Cana, Açúcar e Alcool do Estado de São Paulo Ltda. — Copersucar:

Acordam, em 12.^a Câmara Civil do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, por maioria de votos, dar provimento ao recurso, de conformidade com o relatório e voto do Relator, que ficam fazendo parte integrante do presente julgado.

Participaram do julgamento os Desembargadores Scarance Fernandes (Presidente, sem voto), Carlos Ortiz (Revisor), vencedor e Luiz Tâmbara, vencido com declaração de voto.

São Paulo, 16 de maio de 1995 — SILVA FILHO, relator com a seguinte declaração de voto:

VOTO — Trata-se de ação movida por cooperada retirante em face da cooperativa à qual esteve filiada no período de maio de 1974 a abril de 1988, para a condenação desta a pagar correção monetária sobre o valor de todas as integralizações realizadas durante o período das relações cooperativas, integralizações essas creditadas apenas pelo seu valor histórico, o que implica enriquecimento sem causa, já que a correção monetária não é acréscimo, mas pura recomposição do poder de compra da moeda.

Diz a autora que a atividade da ré apenas a de promover a venda dos produtos fabricados por suas cooperadas, com rateio do produto dessa venda ao final de cada safra. Todavia, exercitou várias atividades econômicas além da tal, chegando mesmo a adquirir o controle acionário de importante grupo econômico, o que a levou a se tornar uma empresa de grande porte no mercado, em detrimento das cooperadas.

Assim é que, durante o vínculo cooperativo, muitos recursos das cooperadas foram transferidos à cooperativa, não só para fazer frente às despesas com as vendas de açúcar, mas também para formação de capital, desenvolvimento de tecnologia, cobertura de falta de provisão de fundos por inadimplência de outros cooperados e ainda para a aquisição do controle acionário de sociedade comercial.

Ajunta a autora que esses recursos correspondiam a 413.000 sacas de açúcar aproximadamente e, no entanto, quando da ruptura do vínculo cooperativo, recebeu, como restituição de suas quotas, o correspondente a apenas 533 sacas de açúcar, a pretexto de se cumprir o estatuto social, o qual prevê a restituição pelo valor histórico somente das quotas integralizadas.

Entende a autora ser devida a correção monetária, com base no IPC nos períodos em houve o expurgo pelo Governo Federal na real inflação existida, por ser a tal instituto aplicá-

vel a toda obrigação pecuniária, seja nas dívidas de valor, seja nas dívidas de dinheiro, pouco importando que no caso as cooperativas não exerçam atividade lucrativa, bastando que seja econômica, devendo apenas ter em conta o capital formado e sua proporcionalidade com as cotas deste integralizadas.

A r. sentença, cujo relatório é adotado, julgou improcedente a ação e apela autora para a reversão integral da solução dada, renovando os mesmos argumentos trazidos com a petição inicial.

O recurso foi recebido e impugnado. Há preparo anotado.

É o relatório.

VOTO — Na Apelação Cível 231.113-2/3, de Marília, em que foi relator o Eminentíssimo Desembargador Luiz Tâmbara, consta do v. acórdão que a “A correção monetária nada mais significa que a reposição do valor da moeda, corroída pela inflação, como meio de troca por bens da vida e de extinção de obrigações. Repara-se e elimina-se, por ela, a defasagem do valor aquisitivo da moeda causada pela demora no pagamento de uma dívida líquida e certa. Na síntese admirável do Eminentíssimo Ministro Athos Gusmão Carneiro, a correção monetária não é um ‘plus’ que se acrescenta ao crédito, mas um ‘minus’ que se evita”.

Também, no julgamento do agravo de instrumento 49.028-9, de São Paulo, D.J.U. de 16.3.94, p. 4.985, em que foi Relator o Ministro Milton Luiz Pereira, do Egrégio Superior Tribunal de Justiça, ficou assentado em admirável estilo que “o judiciário, ouvindo o eco de indissociáveis fatos econômicos, não olvidando, sob pena de louvaminhar direito desajustado e injusto, entre os estabelecidos, possa escolher o índice mais apropriado para confrontar a perversidade da inflação, causadora de danos à economia e às finanças do cidadão, salvando-se de ficar atrás de seu tempo, afogado na procela de acontecimentos contemporâneos do litígio”.

O pensamento hoje dominante a respeito de qualquer obrigação jurídica de prestação pecuniária, seja decorrente da lei, do contrato ou de ato ilícito, seja, enfim, tida como dívida de valor ou de dinheiro, é que é aplicável a correção monetária sempre, que não acresce, mas apenas repõe o poder de compra da moeda aviltado pela inflação.

Aliás, em não o fazendo, considerada a vertiginosa inflação ocorrida nos últimos vinte

anos, deixa-se de cumprir a obrigação na exatas proporções de seu conteúdo econômico, para fazê-lo apenas pelo que ela tem de aparência externa, nominalmente, tendo em contrapartida o enriquecimento sem causa inevitável do devedor à custa do credor, iniludivelmente imoral e injurídico.

Era compreensível alguma hesitação ou timidez na aplicação irrestrita da correção monetária até mesmo ao tempo da edição da Lei 6.899/81, porque a inflação na ocasião ainda não era alarmante, visto que controlada com mãos de ferro pelo Ministro Delfim Neto, que se gabava de mantê-la abaixo dos 225% ao ano. É quando se vê vacilante a jurisprudência, ora entendendo que devia haver sua previsão expressa no contrato ou quando só estivesse autorizada em lei. Ora era abominada como algo estranho ao sistema jurídico, ora se procurava fazer distinções das obrigações que lhe estavam sujeitas das que não estavam, sempre, é claro, invocando tradicionais institutos ou servindo-se dos conceitos jurídicos existentes, embora mal ajustados porque, no fundo, a aplicação era apenas casuística.

Todavia, o mesmo já não mais ocorre com a inauguração dos governos civis, ocasião em que houve a explosão da inflação com toda fúria, recrudescendo com uma vertiginosidade espantosa, até chegar aos patamares que superavam em muito a casa dos 1.000% ao ano. Agora já revelava, ostensivamente, seus efeitos perversos, e diários, aos olhos até dos mais leigos em assuntos econômicos e financeiros, diferentemente de outrora, quando só ao cabo de períodos mais longos, cerca de um ano em média, tornava-se perceptível esse aviltamento do poder de compra da moeda, e ainda só aos olhos mais sagazes.

Desse modo, a correção monetária passou a fazer parte da vida econômica do Brasil como algo que lhe é essencial, tal como o oxigênio o é ao ser vivo na Terra, e isso sob pena de desmantelamento completo da economia nacional. Foi de modo tal modo arraigada na vida social, que em todos os setores desta exercia seus efeitos, nada, pois, lhe ficando à margem.

Tornou-se mesmo impossível diante de tal quadro fazer prevalecer o disposto no § 2.º da Lei 6.899/81, ou seja, a aplicação de correção monetária só a partir da citação para a ação, tantas foram as leis posteriores que vieram implicitamente mudar tal critério, claro que inspiradas pela contingência do crescimento vertiginoso da inflação. Por isso mesmo, não

faltou o irrestrito aplauso do Poder Judiciário, até porque, como dito em v. acórdão relatado pelo Ilustre Ministro Demócrito Reinaldo, do Egrégio Superior Tribunal da Justiça, no recurso especial 22.610-0-SP, 1.^a Turma, “É ressabido que o reajuste monetário visa exclusivamente a manter no tempo valor da dívida real, mediante a alteração de sua expressão nominal. Não gera acréscimo ao valor nem traduz sanção punitiva. Decorre de simples transcurso temporal, sob regime de desvalorização da moeda”.

Portanto, não há hoje como se pretender fazer distinções artificiais dos negócios jurídicos que estão sujeitos à correção monetária ou não, sem se revelar ingênuo ou artificial.

Por isso mesmo, malgrado o enorme respeito tributado aos ilustres pareceristas, não se pode identificar, ao menos razoavelmente, qualquer característica nas sociedades cooperativas que as exclua dos efeitos da inflação, e muito menos teria qualquer eficácia cláusula que expressamente afastasse a correção monetária de suas relações jurídicas, sejam quais forem, até porque sua atividade, além de ser essencialmente econômica, como foi bem salientado em parecer da lavra do Prof. Waldirio Bulgarelli, não se desenvolve à margem do contexto social e econômico da nação, mas, ao contrário, nele se insere e dele participa, como qualquer ente da nação brasileira, e até com muito mais assiduidade, por ser tal inerente ao cumprimento de seus objetivos sociais.

A única coisa, assim, que se vê de real nas cooperativas, é que exercitam atividades econômicas e que o lado cogente das normas do Estado que as regulam decorre justamente da necessidade de proteger o cooperado, sempre presa fácil desse tipo de organização que parece, como a política, ter abatido sobre si algum castigo divino que a faz trazer nas entranhas a inclinação para a corrupção, para os abusos para a exploração. Aliás, sua história registra mais descabros que benefícios coletivos, e tantos foram, que até despertaram a atenção de sociólogos, os quais não pouparam severas críticas a seu respeito, também não lhes reconhecendo senão o caráter de mera sociedade comercial, exercente, pois, de atividade lucrativa apenas.

O que se pretende na contestação é que se reconheça verdadeira mitificação do sistema cooperativo, para subtraí-lo, às obrigações que toda e qualquer pessoa está sujeita, quando cumpre apenas distinguir seus objetivos, destituídos de fins lucrativos — o que nem sempre

ocorre —, dos atos concretos tendentes ao cumprimento desses objetivos.

De fato, as cotas de capital integralizadas são dotadas de conteúdo econômico, porque isso é feito com moeda corrente nacional. Portanto, ao receber tais cotas, o patrimônio da cooperativa sofre acréscimo não apenas simbólico, mas efetivo, porque o poder de compra da moeda guarda correlação com o total de bens existentes no país, estes os componentes do grande fundo formador da economia da nação. Portanto, a quantidade de moeda ofertada como integralização de cota permite, naquele momento, a aquisição de uma quantidade desses bens, quantidade essa que deve ser preservada para quando da restituição das cotas, no caso de desligamento.

Assim, é de admirar o quanto impressionou o argumento da finalidade mutualística das cooperativas e sua ausência de finalidade lucrativa, porque não se lhe está a exigir participação nos lucros, mas apenas a alteração de expressão econômica do capital, como decorrência de indexação dos preços e serviços à elevação da inflação.

Pelas mesmas razões, não impressiona o argumento de que a cooperativa não pratica atividade comercial, ou seja, não aufera lucro. Importa só é que o cooperado retirante quer, não participar de eventual acréscimo real do patrimônio da cooperativa, o que seria o lucro, mas apenas ver corrigido o valor dos bens com os quais contribuiu para a formação do patrimônio da cooperativa e com o qual foi dado a ela cumprir seus objetivos, até porque o patrimônio formado com tal capital também sofreu naturalmente reajuste por se achar inserido no sistema econômico vigente.

Sequer socorre a assertiva de que os bens dados como quotas se dissipam no ato de sua entrega pelos serviços que presta a cooperativa ao associado, no cumprimento de seus objetivos. Tal não ocorre, porque esses serviços são cobrados individualmente dos cooperados, e as quotas apenas se destinam à formação do capital cooperativo, que será a garantia de terceiros, naturais credores da cooperativa no desenrolar do cumprimento dos objetivos sociais, e para ser gerenciadas suas atividades, como foi bem anotado em parecer acostado aos autos, da lavra do Prof. Waldirio Bulgarelli.

Se a restituição com correção monetária vier a descapitalizar a cooperativa, como foi a preocupação do digno Magistrado, é sinal que foi mal gerida e seu destino não poderia ser outro que o encerramento de suas atividades.

O que não é moral nem lícito é que os cooperados remanescentes continuem usufruindo do amplo patrimônio formado, se não pela eficiente gestão, ao menos por causa da valorização do patrimônio e pelas restituições apenas simbólicas das quotas dos retirantes.

Impressiona menos ainda a afirmação de que se está diante de contrato de adesão, em que o cooperado aceitou as condições tidas por essenciais à estrutura da cooperativa, sendo a avaliação dessas condições do livre arbítrio dos fundadores.

Ninguém nega que a complexidade das organizações modernas torna o ente individual infinitamente inferior e sem opções além, daquilo que está previamente estabelecido, limitando-se a autonomia de sua vontade em optar ou não. Dessa forma, *importarão muito mais os desdobramentos dos efeitos do contrato no curso de seu cumprimento, do que propriamente aquilo que foi aceito quando da adesão.*

Assim, se a correção monetária, ao tempo do desligamento, era o único mecanismo que preservaria em tese o direito do cooperado de ter restituídas as quotas com que contribuiu para formação do capital, não nominalmente, apenas historicamente, mas pela expressão do real valor desse patrimônio segundo o que é praticado no mercado, não há como negá-la, a menos que se queira, como dito num dos v. acórdãos citados, *"louvaminhar direito desajustado e injusto". E, certamente, essa não é a finalidade do Judiciário, ao menos quando certas questões lhe ficam mais amadurecidas ao ponto de poder lhes avaliar com segurança todas as consequências.*

Qualquer outra ponderação além das examinadas não é suscetível de alterar o quadro traçado, de modo que não se está a omitir sobre ela pronunciamento, mas a considerá-la inócua, tendo-se como ociosos novos argumentos.

Apenas, por causa do realce dado à questão, convém esclarecer que as normas cogentes existentes na regulamentação das sociedades cooperativas é justamente para proteção do cooperado, de maneira que a falta de finalidade de lucros é somente para preservar o patrimônio do cooperados das atividades de risco e também para cercear os naturais abusos que a direção se vê tentada a cometer quando tem às mãos tanto dinheiro que não lhe custaram o suor. Não que isso forre as tais sociedades de se submeter às regras mais mezinhas de direito, muito menos lhes outorga privilégios ao ponto de se porem acima do bem e do mal, como entidades sagradas, livres das vicissitu-

des da economia, quando *sua atividade é meramente econômica.*

A ação é assim procedente, sem exclusão do pedido para substituição dos índices de reajuste oficiais pelos que vieram exprimir a real inflação ocorrida, porque, como já é pacífico nestas Egrégia Câmara, a exemplo do que ocorre com todos os Tribunais do país, prevalece o entendimento de que, embora seja certo que a intervenção do Poder Público na economia tem previsão constitucional, todavia não pode ser discricionária ao ponto de fazer alquimias com vistas à supressão de situação jurídica existente e que se formou sob o império de lei anterior, como a inflação existente.

Não seria dado suprimir dita inflação porque, como bem dito em brilhante acórdão da lavra do Eminentíssimo Desembargador Donaldo Armelin, isso não se faz por decreto, como sói acontecer, mas com reordenação de fatores econômicos e tudo com a lentidão própria para as circunstâncias.

Se critérios tradicionais medidores de inflação apontavam determinado residuo inflacionário, não é a mudança de sistemática, orientada pelo espírito de contornar o fracasso de dada política econômica tornada insustentável, que obrigará o Judiciário ao reconhecimento de sua inexistência ou existência em outros parâmetros, ao menos quando isso atinja situações jurídicas passadas.

Esse pensamento vem minuciosamente exposto na apelação cível 221.201-2/7, de São Paulo, em que foi relator o Eminentíssimo Desembargador Érix Ferreira, quando é traçada a evolução histórica da legislação disciplinadora da correção monetária no período objeto do pedido, no qual se conclui pelo afastamento da variação do Bônus do Tesouro Nacional como indexador, com prevalência do IPC, a exemplo do que vem fazendo o Egrégio Superior Tribunal de Justiça, conforme se vê da transcrição parcial acima dos venerandos acórdãos citados.

Porém, quanto ao índice de inflação relativamente ao mês de fevereiro de 1991, não cabe sua integração pelo IPC de 19,91%, subsistindo-se apenas a TR em 7%. O entendimento a seu respeito nesta Egrégia Câmara é o que está cristalizado no v. acórdão proferido na apelação cível 214.565-2, de São Paulo, em que foi relator o Eminentíssimo Desembargador Luiz Tâmbara, do qual é destacado o seguinte excerto:

"Contudo, conforme orientação assentada neste Tribunal de Justiça, a partir de fevereiro de 1991, devem incidir os índices da TR, tal

como foi feito, uma vez que o IPC foi extinto pela Lei 8.177, de 1.º de março de 1991, substituindo o indexador do inflação pelo índice calculado com base na TR referente ao mês anterior, o que ocorreu com outros índices destinados à atualização de obrigações com cláusula de correção monetária (art. 3.º, III). Entendimento diverso, entraria em conflito com o disposto no art. 62 e seu parágrafo único da Constituição da República, uma vez que a eficácia da Medida Provisória 294, cujo art. 4.º havia proibido o cálculo e a divulgação do IPC, não se perdeu, antes foi confirmada pela Lei 8.177 em que se converteu.

O IPC de março, para medir a inflação de fevereiro de 1991, sequer foi publicado, ficando a desobediência do IBGE à produção de indexador, sem nenhum efeito, por infringir a Medida Provisória, 294 e a Lei 8.177.

Em suma, o cálculo de IPC de fevereiro de 1991, se fez à margem de expressa disposição legal, de modo que, sem a eficácia de índice oficial, tanto que não houve sua publicação, não podia mesmo ser considerado no cálculo elaborado pelo Contador do Juízo, nos termos da respeitável decisão do Eminentíssimo Desembargador João Sabino Neto publicada no Diário Oficial da Justiça de 27 de agosto de 1993, p. 38".

A apuração do débito, em tendo sido em várias ocasiões as integralizações do capital cooperativo, terá de ser por artigos, porque ausente a indicação de datas épocas e também dos respectivos valores.

Em face do exposto, pelo meu voto, dá-se provimento ao recurso, para julgar procedente o pedido inicial, com a restrição apenas de que o reajuste incidente no mês de fevereiro de 1991 é somente pela Taxa Referencial, fixados os honorários de advogado resultante da sucumbência em 20% sobre o valor da condenação, para o que foram tomadas em consideração notadamente a complexidade da causa e o excepcional zelo do ilustre causídico. Também, a apuração do débito será por artigos de liquidação.

Luiz Tâmbara, vencido com a seguinte declaração de voto:

VOTO (vencido) — Dissenti da douda maioria, por entender que a apelação da autora não reúne condições de prosperar, não obstante os ponderáveis argumentos expedidos nas razões do recurso.

A autora, Companhia Açucareira Usina Cupim, ingressou na Cooperativa de Produto-

res de Cana, Açúcar e Alcool do Estado de São Paulo Ltda. — Copersucar, em maio de 1974, e dela se retirou em abril de 1988, a partir de quando passou a comercializar diretamente sua produção. Na ocasião em que foi formalizado o pedido de desligamento da autora, em 6 de abril de 1988, a ré lhe restituiu, sem qualquer correção monetária, as quotas-partes integralizadas por ela durante quatorze anos.

Em agosto de 1993, mais de cinco anos após sua retirada espontânea da ré, a autora vem em Juízo postular o recebimento da correção monetária das quotas integralizadas por ela ao longo dos quatorze anos em que permaneceu cooperada. Causa perplexidade essa longa demora, em vir demandar a atualização monetária do que lhe fora restituído, pelo valor nominal, desde que considerado o vultoso desfalque que a autora alega ter suportado.

Destaque-se que a autora, ao pedir sua demissão da ré, informou essa circunstância ao Instituto do Açúcar e do Alcool, e solicitou a fixação de sua cota individual para a comercialização de sua produção referente à safra sucro-alcooleira a iniciar-se em 1.º de maio de 1988, afirmando que sua retirada do quadro de cooperadas da ré constituía ato unilateral de vontade, visto que as Cooperativas têm como característica básica a adesão voluntária, agradecendo os serviços e a colaboração prestada pela ré (fls.).

Em assembléia-geral extraordinária realizada em 14 de abril de 1987, com a presença de 83 associados, foi aprovada a alteração do estatuto social da ré, que disciplina os direitos e deveres de seus cooperados (fls.).

O art. 5.º dispõe que o capital social da Cooperativa varia com o número de associados e das quotas-partes subscritas, não podendo ser inferior a Cz\$ 240.000,00 (duzentos e quarenta mil cruzados), nem superior a 15% do preço oficial líquido vigente na data do encerramento de cada exercício, correspondente à produção total de açúcar, de álcool e de mel dos associados na safra encerrada no exercício, ou de cana comercializada pela Cooperativa nessa mesma safra (II e III do art. 4.º, da Lei 5.764, de 16 de dezembro de 1971). Por sua vez, o art. 6.º estabelece que o capital social da Cooperativa é dividido em quotas-partes, no valor de Cz\$ 1,00 (um cruzado) cada uma. Na admissão do associado será obrigatória a subscrição de 12.000 (doze mil) quotas-partes, as quais serão compensáveis na subscrição e integralização proporcional à produção na forma do art. 8.º (art. 7.º), cujo conteúdo é no sentido

de que no final de cada exercício social, o associado subscreverá quotas do capital social no percentual que o Conselho de Administração anualmente fixará para esse fim, até 15% do preço oficial líquido vigentes na data da subscrição de cada saco de açúcar ou do valor da paridade econômica equivalente a esse preço em litros de álcool ou em quilos de mel de sua efetiva produção comercializada pela Cooperativa nessa mesma safra, deduzido em cada exercício social o montante subscrito nos exercícios anteriores. A integralização das quotas do capital subscritas pelo associado será efetuada a cada exercício em percentual a critério do Conselho de Administração não superior a 2% do valor líquido do faturamento correspondente à sua produção de açúcar, álcool ou de mel, realizada na safra encerrada no exercício ou de sua produção de cana comercializada pela Cooperativa nessa mesma safra. Essas regras do estatuto da Cooperativa-ré amoldam-se ao disposto nos arts. 21, II e III, 24 e seu § 3.º, 25 e 27 e seu § 2.º da Lei Federal 5.764, de 16 de dezembro de 1971, que institui o regime jurídico das sociedades cooperativas. Infere-se dessa normatividade estatutária que na admissão, obrigatoriamente, o associado deve subscrever e integralizar 12.000 quotas-partes, as quais serão compensáveis na subscrição e integralização proporcional à produção do associado, em percentual fixado anualmente pelo Conselho de Administração da Cooperativa. Portanto, o associado subscreve as quotas-partes fixadas anualmente, na proporção de sua produção e da comercialização de sua safra, mediante prestações periódicas, no término da safra, deduzindo-se, em cada exercício social, o montante subscrito nos exercícios anteriores, e integralizados na medida do valor líquido e seu faturamento correspondente à sua produção de açúcar, álcool e mel.

A Cooperativa tem por objetivo prestar serviços a seus associados, receber, financiar e vender a produção de cana-de-açúcar, álcool e de mel de seus associados, assim como preceder a aquisição de bens de interesse econômico ou social dos associados em suas atividades agrícolas ou industriais. É evidente o proveito comum que resulta para todos os associados em decorrência do exercício dessas atividades econômicas, por uma entidade que não tem objetivo de lucro, mas que representa a força da união, para a venda da produção de açúcar, álcool e mel no mercado, para a obtenção de financiamentos e aquisição de máquinas e insumos agrícolas ou industriais.

Para tanto, a Cooperativa mantém conta corrente das respectivas quotas-partes do capital social de seus associados, tendo em vista as atividades exercidas e a variabilidade do capital social, segundo proclama o art. 23, III, da Lei 5.764. Se não fosse a enorme vantagem de canalizar a comercialização de sua produção por meio de uma única entidade representativa dos interesses de todos os associados, e de adquirir financiamentos e insumos por intermédios da Cooperativa-ré, por certo e autora não teria integrado, por adesão voluntária, seu quadro associativo durante quatorze anos.

A tese sustentada pela autora, depois de longa reflexão e amadurecimento do extenso desfalque suportado por ela, com a forma de restituição de suas quotas-partes, pois só ingressou em juízo cinco anos depois de sua demissão, não encontra apoio na Constituição Federal ou na lei. É sedutor o argumento de que a correção monetária não constitui um *plus* que se acresce, mas um *minus* que se evita. Ou ainda que a correção monetária não se constitui em um *plus*, senão em mera atualização da moeda aviltada pela inflação, impondo-se como um imperativo de ordem jurídica, econômica e ética. Jurídica, porque o credor tem o direito tanto de ser ressarcido dos prejuízos do inadimplemento, como o de ter por satisfeito, em toda inteireza, o seu crédito pago com atraso. Econômica, porque a correção nada mais significa senão um mero instrumento de preservação do valor do crédito. Ética, porque o crédito pago sem correção importa em um verdadeiro enriquecimento sem causa do devedor, e a ninguém é lícito tirar proveito de seu próprio inadimplemento (Recurso especial 57.644-0, SP, Relator Ministro César Asfor Rocha). Qual o homem de bom senso e médio entendimento que não reconhece a justiça dessa afirmação. Qual o juiz, de sã consciência, que recusaria a aplicação desse preceito. Essa é a distância que se interpõe entre o ideal e o real, o que é o que deveria ser, o que a lei, como norma emanada do Poder Legislativo, dispõe, e a todos se impõe, e a aspiração do justo. Contudo, a tese assentada naquela alta Corte se refere apenas aos débitos cobrados em Juízo. Não alcança o pagamento na forma livremente estipulada no contrato.

A moeda representa um direito que seu possuidor tem para a aquisição de bens da vida e de serviços. A moeda estável é aquela que permite a compra de determinadas mercadorias e serviços, sempre na mesma proporção, e na idêntica equivalência ao longo do tempo.

Possibilita o pagamento diferido no tempo, em virtude de manter o poder liberatório a prestação futura.

A lei pode muito, mas não consegue conciliar o que é inconciliável. A lei pode dar curso forçado à moeda nacional, mas não consegue manter estável seu padrão monetário em relação aos bens e serviços. De nada adianta a Constituição da República assegurar a irredutibilidade dos vencimentos dos juizes, como garantia de independência funcional, agora estendida aos demais servidores, se o que é irredutível é a quantidade de moeda percebida, e não a quantidade de mercadorias e serviços que se pode adquirir com aquela. A esse respeito, é oportuno invocar a decisão do Excelso Supremo Tribunal Federal, no julgamento do recurso extraordinário 140.768, de que foi Relator o Eminentíssimo Ministro Celso de Mello, no sentido de que "os índices de desvalorização da moeda não geram direito, ação e pretensão à revisão dos valores remuneratórios pagos a servidores públicos, pois esses reajustamentos não constituem decorrência necessária da cláusula constitucional institutiva da garantia de irredutibilidade de vencimentos" (RTJ 150/616). A estabilidade da moeda, a despeito de seus tremendos reflexos no mundo do direito, é um fato econômico e só será alcançada com um espírito novo que não nascerá senão de instituições novas.

Ora, o art. 947 do Código Civil é claro ao dispor que "o pagamento em dinheiro, sem determinação da espécie, far-se-á em moeda corrente no lugar do cumprimento da obrigação".

Por sua vez, o art. 11 e seus parágrafos do Estatuto Social da Cooperativa proclamam que as quotas-partes subscritas e integralizadas serão retiradas pelo associado, por seu valor nominal, em caso de demissão, sem nenhum direito à participação nas reservas de qualquer natureza, após a aprovação pela Assembleia Geral das Demonstrações Financeiras correspondentes ao exercício em que ocorreu sua efetivação, e o respectivo pagamento será feito em parcelas mensais e iguais no prazo de um ano. É evidente que essa cláusula tem plena validade, uma vez que se refere a direito patrimonial e, por isso mesmo, disponível. Não tem a marca de potestativa, defesa pelo art. 115 do Código Civil, visto que não priva de todo efeito o ato, ou o sujeita ao arbítrio de uma das partes. Tanto é livre o ingresso nas cooperativas, desde que se adiram aos propósitos sociais e se preencham as condições estabelecidas no estatuto, como a demissão do associado, na forma dos arts. 29 e 32 da Lei Federal 5.764, de 1971. É o respeito à autonomia da vontade e à liberdade de contratar.

Pelo exposto, pelo meu voto, nego provimento à apelação.

NOTICIÁRIO

NOTICIÁRIO DO INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO COMERCIAL COMPARADO E BIBLIOTECA TULLIO ASCARELLI

Prêmio Tullio Ascarelli

Edital

Estão abertas as inscrições para o Prêmio "Tullio Ascarelli" em homenagem à memória do eminente mestre, a ser atribuído, em concurso, às três melhores monografias inéditas, versando qualquer tema de Direito Comercial.

O Regulamento do Prêmio poderá ser retirado na sede do Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado e Biblioteca "Tullio Ascarelli", instalado no Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (Rua Riachuelo, 185 — 9.º andar).

As inscrições poderão ser feitas no período de 1.º a 30 de março de 1996, na forma prescrita no art. 4.º do Regulamento, devendo o candidato, no momento da inscrição, apresentar 4 (quatro) vias da monografia, que pretenda inscrever, com no mínimo 100 e máximo de 150 páginas, datilografadas com espaço duplo e de um só lado, identificado por um pseudônimo.

A Comissão Julgadora, composta pelo Presidente do Instituto Patrocinador e por mais dois Juristas de notável saber jurídico, divulgará o resultado do concurso até o dia 15 de maio de 1996.

O 1.º colocado receberá a importância de R\$ 4.000,00 (quatro mil reais), o 2.º colocado, a quantia de R\$ 1.500,00 (hum mil e quinhentos reais); e 3.º colocado a importância de R\$ 1.000,00 (hum mil reais), ofertados pela OAB/SP, IASP e Ed. Saraiva, respectivamente.

A entrega do Prêmio "Tullio Ascarelli", será feita em sessão pública, na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, no dia a ser determinado pelo Instituto.

Waldírio Bulgarelli
Presidente

Regulamento do Prêmio Tullio Ascarelli

Art. 1.º — O Prêmio "Tullio Ascarelli", concedido pelo Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli, em homenagem à memória do eminente mestre, será atribuído, em concurso, às três melhores monografias inéditas, versando qualquer tema de Direito Comercial.

Parágrafo único — A Comissão Julgadora poderá, a seu exclusivo critério:

- a) deixar de conceder o prêmio;
- b) conceder ou não menções honrosas.

Art. 2.º — Poderá inscrever-se no concurso qualquer interessado, diplomado em ciências jurídicas por Faculdade Oficial ou reconhecida.

Art. 3.º — A Diretoria da Entidade Patrocinadora fixou que as inscrições poderão ser feitas no período de 1.º a 30 de março de 1996, sendo o prêmio para o:

1.º colocado: R\$ 4.000,00 (quatro mil reais); 2.º colocado: R\$ 1.500,00 (hum mil e quinhentos reais) e o 3.º colocado: R\$ 1.000,00 (hum mil reais), ofertados

pela OAB/SP, IASP e Ed. Saraiva, respectivamente.

Art. 4.º — Por ocasião da inscrição, o candidato apresentará monografia escrita no idioma português, com no mínimo 100 e o máximo de 150 páginas datilografadas, em espaço duplo e de um só lado, identificado por um pseudônimo, em 4 (quatro) vias; deverá também entregar em sobrecarta fechada, a indicação do pseudônimo do autor, no Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (R. Riachuelo, 185 — 9.º andar.

Parágrafo único — A sobrecarta deverá conter outra menor, igualmente fechada, com o pseudônimo do autor, dentro da qual deverão ser indicados os dados de sua identidade, qualificação e endereço.

Art. 5.º — O candidato somente poderá apresentar uma única monografia.

Art. 6.º — O julgamento do concurso será feito, em caráter irrecorrível, por uma comissão integrada por membros de notável saber jurídico, composta pelo Presidente da Entidade Patrocinadora e

por mais dois juristas nomeados por sua Diretoria.

Parágrafo único — A decisão da Comissão Julgadora será proferida até o dia 15 de maio de 1996.

Art. 7.º — A Entidade Patrocinadora poderá, com exclusividade, no prazo de 6 (seis) meses, contados da entrega do prêmio, promover a publicação das monografias premiadas, ficando os autores com direito ao recebimento gratuito de 50 (cinquenta) exemplares, sem prejuízos dos seus direitos autorais, devidos pela empresa editora.

Art. 8.º — A entrega do Prêmio “Tullio Ascarelli” far-se-á em sessão pública da Entidade Patrocinadora, na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, em data a ser determinada.

Art. 9.º — Os casos omissos no presente regulamento serão resolvidos em única instância pela Comissão Julgadora do Concurso.

Waldírio Bulgarelli
Presidente

ÍNDICE ALFABÉTICO REMISSIVO

A

- Arnoldo Wald** – A teoria dos grupos de sociedades e a competência do júízo arbitral 21

C

- Cooperativas e o direito dos cooperados retirantes ao valor atualizado de suas quotas-partes** – (As) – Jorge Eduardo Prada Levy 122

- Criação e desenvolvimento de uma sociedade de capital** – Investimento: as lições do modelo francês – Françoise Monod 119

D

- Debênture como instrumento de aplicação e captação de recursos** – (A) – Durval José Soledade Santos 27

- Débitos tributários das empresas. Responsabilidade de diretores, sócios-gerentes e controladores** – (Os) – João Luiz Coelho da Rocha 49

- Distribuição secundária no Brasil e no exterior de ações pertencentes à administração pública** – Luiz Gastão Paes de Barros Leães 9

- Durval José Soledade Santos** – A debênture como instrumento de aplicação e captação de recursos 27

E

- Emissão de debêntures** – Nelson Eizirik 37

F

- Françoise Monod** – Criação e desenvolvimento de uma sociedade de capital – Investimento: as lições do modelo francês 119

H

- Hipóteses de recesso na Lei das Sociedades Anônimas** – (As) – Renata Brandão Moritz 56

I

- Inquérito administrativo CVM e recurso de ofício** – Luiz Alfredo Paulin 97

- Instituições financeiras e a taxa de juros** – (As) – Pedro Frederico Caldas 76

J

- João Luiz Coelho da Rocha** – Os débitos tributários das empresas. Responsabilidade de diretores, sócios-gerentes e controladores 49

- Representação comercial e distribuição comercial** – Importância dos traços distintos 114

Jorge Eduardo Prada Levy — As cooperativas e o direito dos cooperados retirantes ao valor atualizado de suas quotas-partes	122
---	-----

L

Luiz Alfredo Paulin — Inquérito administrativo CVM e recurso de offício	97
--	----

Luiz Antonio Soares Hentz — Notas sobre a desconsideração da personalidade jurídica: a experiência portuguesa	109
--	-----

Luiz Gastão Paes de Barros Leães — Distribuição secundária no Brasil e no exterior de ações pertencentes à administração pública	9
---	---

N

Nelson Eizirik — Emissão de debêntures	37
---	----

Notas sobre a desconsideração da personalidade jurídica: a experiência portuguesa — Luiz Antonio Soares Hentz	109
---	-----

NOTICIÁRIO DO INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO COMERCIAL COMPARADO E BIBLIOTECA TULLIO ASCARELLI	133
--	-----

P

Pedro Frederico Caldas — As instituições financeiras e a taxa de juros	76
--	----

R

Renata Brandão Moritz — As hipóteses de recesso na Lei das Sociedades Anônimas	56
---	----

Representação comercial e distribuição comercial — Importância dos traços distintos — João Luiz Coelho da Rocha	114
--	-----

T

Teoria dos grupos de sociedades e a competência do juízo arbitral — (A) — Arnoldo Wald	21
---	----