

BRUNO MEYERHOF SALAMA

***O FIM DA
RESPONSABILIDADE
LIMITADA NO BRASIL***

História, Direito e Economia

Prefácio de
MARK ROE

 **MALHEIROS
EDITORES**

 FUNDAÇÃO
GETÚLIO VARGAS

DIREITOVG
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

sua efetiva interpretação e aplicação interagem de modo muito intrincado com a ordem política, econômica e cultural. Não há como nem por que tratar de toda essa temática em profundidade. Para os presentes fins, basta-me a observação de que, ao insular os sócios de responsabilização pessoal, a responsabilidade limitada da empresa pode contribuir para que o nível geral de observância de diversas regras jurídicas caia. Embora possa não ser decisiva, essa é uma desvantagem importante da limitação de responsabilidade.

5.3 *Resumo*

Ao balizar as perdas do sócio no valor do capital social subscrito, a responsabilidade limitada (i) cria incentivos à diversificação de investimentos, (ii) cria incentivos à realização de investimentos por investidores avessos a risco, (iii) permite reduzir custos de monitoramento nas empresas e (iv) facilita transferências eficientes de controle societário. A responsabilidade limitada pode funcionar, assim, como um mecanismo de incentivo ao investimento, ao empreendedorismo, à livre-iniciativa e, em certa medida, à inovação. Essas são as principais vantagens econômicas que se pode atribuir à responsabilidade limitada do sócio.

Por outro lado, a limitação de responsabilidade do sócio lhe pode permitir externalizar riscos do negócio. Isto é, receber os lucros do negócio caso este prospere, sem, no entanto, arcar com as consequências negativas caso o negócio naufrague. Por conta disso, a limitação da responsabilidade do sócio ao capital subscrito pode acabar incentivando três comportamentos socialmente indesejáveis, a saber, (i) a realização de investimentos ineficientes, (ii) o baixo investimento em precaução e, ademais, e mais grave, (iii) pode fazer com que a pessoa jurídica sirva como um conveniente veículo para a realização de fraudes e outros ilícitos. Cá estão suas desvantagens.

5.4 *Conclusão parcial*

Identificar potenciais vantagens e desvantagens é um exercício mais fácil do que sopesá-las. Para pensar sobre o desenho institucional e a política pública, o ideal seria sempre realizar um exercício duplo – parte empírico e parte teórico. Primeiro, formular hipóteses e testá-las empiricamente para entender, aproximadamente pelo menos, como o mundo real funciona. Segundo, pensar sobre as implicações normativas dos resultados obtidos, inclusive levando em consideração o arranjo político

vigente, os modelos ideológicos prevalentes, os valores em jogo e as soluções juridicamente viáveis dentro de um dado ordenamento jurídico.

Infelizmente, no Brasil não dispomos de estudos empíricos discutindo especificamente os impactos econômicos da limitação de responsabilidade.⁶⁹ E isso não é tudo: também em outras partes, onde estudos desse tipo foram realizados, os resultados são inconclusivos. De modo que também o direito comparado não fornece a base empírica aproximativa que idealmente desejaríamos ter. Segue que, como não há uma empiria sólida na qual se possa confiar, esse caminho “ideal” está, desde logo, impossibilitado.

Na falta de uma empiria mais sólida, é tentador aos juristas suporem que a crítica da responsabilidade empresarial possa ser conduzida exclusivamente a partir de princípios jurídicos e de considerações de justiça e equidade. Os valores são muito importantes no debate jurídico – isso é óbvio, mas não custa ressaltar –, e aqui me refiro tanto a valores concebidos como propriamente jurídicos (como segurança jurídica, contraditório, devido processo etc.) quanto aos demais valores morais que constituem o cerne da civilização Ocidental, estejam eles elencados ou não na nossa Constituição Federal.

Dito isso, não me parece razoável hoje, dado o nosso contexto e os problemas concretamente enfrentados, discutir a responsabilidade empresarial apenas através de um raciocínio apriorístico, dedutivo e abstrato. Raciocínios desse tipo geralmente se baseiam em intuições sobre como as relações econômicas no mundo e na empresa funcionam. As ciências sociais e a economia em particular evoluíram bastante, e já podem, pelo menos, servir como ferramenta de apoio à decisão, inclusive à decisão judicial e às decisões do legislador.

É nesse sentido que a discussão de vantagens e desvantagens aqui apresentada deve ser encarada como parte de um raciocínio pragmático, e não de um raciocínio economicista.⁷⁰ Uma avaliação pragmática dará

69. Há, contudo, estudos econômicos discutindo os vetores políticos da adoção da limitação de responsabilidade no começo do século XX. Cf. Aldo Musacchio, *Experiments in Brazil, 1882-1950*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009; e Mariana Pargendler, “Politics in the origins: the making of corporate law in nineteenth-century Brazil”, cit., *American Journal of Comparative Law*. Há também um estudo encomendado pelo Ministério da Justiça que analisou 830 acórdãos publicados por diversos tribunais do País. Cf. Paulo Calicndo *et al.*, *Desconsideração da Personalidade Jurídica*, Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul – PUC/RS. Série Pensando o Direito do Ministério da Justiça, vol. 29, 2010.

70. Retomo o ponto no Capítulo 9.

atenção a argumentos sobre os prováveis custos e benefícios das diferentes decisões, interpretações e legislações. Isso não quer dizer que essas consequências presumidas sejam inevitáveis, forçosas ou necessárias. Na seara jurídica, argumentos consequencialistas baseados em incentivos econômicos raramente são propriamente “provados”, no sentido de serem científica e inequivocamente demonstrados empiricamente. A disputa jurídica permanece estando no âmbito da argumentação, da retórica e do debate sobre o *melhor* argumento, o mais plausível, o mais razoável e o mais convincente.

Então cabe perguntar: o que se pode levar, pragmaticamente, do exame das vantagens e desvantagens da limitação de responsabilidade? Acredito que podemos levar duas coisas. Primeiro, que as vantagens da limitação da responsabilidade são suficientemente plausíveis para que se evite abandoná-la completamente. Ou, dito de forma mais direta, convém preservar pelo menos algum nível de responsabilidade limitada.

Senão vejamos: (i) desincentivar a diversificação de investimentos significa tolher a movimentação produtiva da poupança, o que tende a ter reflexos negativos sobre a taxa de investimentos em geral; (ii) compensar as pessoas pela sua aversão ao risco é uma ideia no mínimo atraente, inclusive porque se trata de um subsídio horizontal (isto é, um incentivo ao investimento que beneficia qualquer empreendedor, por menor que seja, ao contrário do que ocorre com outros subsídios como desonerações fiscais setoriais e outras políticas *verticais* tão comuns no Brasil, que tipicamente beneficiam apenas os “amigos – e financiadores – do rei”); (iii) reduzir os custos de monitoramento é fundamental, especialmente no caso das empresas com ações listadas em bolsa de valores; e, finalmente, (iv) facilitar as transferências de controle eficientes é uma forma de disciplinar a boa alocação de recursos escassos na economia.

Evidentemente, como já deve estar claro ao leitor, há problemas. A limitação de responsabilidade pode permitir aos sócios externalizarem os riscos do negócio, situação em que eles recebem todos os lucros caso o negócio prospere, mas não arcam com as dívidas que restam caso o negócio naufrague. Isso pode fomentar circunstâncias indesejáveis, especialmente a viabilização de investimentos socialmente ineficientes, o incentivo ao baixo investimento em precaução e uso da personalidade jurídica como escudo para fraudes.

Dessas três potenciais desvantagens da limitação de responsabilidade, a terceira é a mais séria. Essa não é uma constatação surpreendente a ninguém que esteja minimamente envolvido com a prática societária no Brasil: empresas de responsabilidade limitada são rotineiramente criadas

para o cometimento de fraudes (o que não quer dizer, por outro lado, que todas as empresas criadas para atividades específicas o sejam, tema que discutirei adiante no Capítulo 6).

As outras duas desvantagens da responsabilidade limitada não são tão problemáticas. Como explicado, a mensuração *ex ante facto* do que seja um investimento socialmente eficiente é potencialmente enganosa, porque a definição do que seja socialmente eficiente (ou ineficiente) depende de critérios razoavelmente arbitrários. Além disso, essa definição esbarra em insuperáveis limitações da capacidade humana de calcular e prever consequências das coisas.

Que consequências contam para o cálculo da eficiência? Como mensurá-las? Os problemas da estimação do que seja eficiente são em parte os mesmos que os filósofos utilitaristas de antigamente enfrentavam para estimar as atividades que causariam *a maior felicidade do maior número*. Esse é um dos motivos pelos quais a eficiência não pode ser o único guia nem para as políticas, nem para a interpretação do Direito, tema que retomarei diversas vezes nos próximos capítulos, particularmente no Capítulo 9.

De qualquer maneira, ainda a respeito das potenciais desvantagens da limitação de responsabilidade, entendo que as instituições jurídicas e econômicas devam incentivar o empreendedorismo, o investimento produtivo e a formalização. O estabelecimento de limites e condições para tais atividades deve ficar para a fiscalização e regulação pelo Estado. Caberá, portanto, à regulação e fiscalização dos diversos órgãos estatais condicionar as possibilidades de investimentos produtivos para que aqueles investimentos ineficientes – por exemplo, aqueles que geram excessiva poluição – não sejam realizados.

O mesmo raciocínio serve para outra alegada desvantagem da responsabilidade limitada, a saber, o risco de que esta fomente o baixo investimento em precaução de acidentes e danos. O Estado deve estabelecer condições, fiscalizar e punir. E, ademais, nada impede que se estabeleçam regras especiais para a responsabilização societária em atividades particularmente perigosas.

Do presente Capítulo, então, fica principalmente a mensagem de que a limitação de responsabilidade de sócio permanece sendo uma ferramenta importante de fomento do investimento e do progresso econômico, e que é de um modo geral desejável preservá-la. Ao mesmo tempo, é preciso lembrar que a limitação da responsabilidade pode servir como escudo à fraude. No próximo capítulo mostrarei que o problema

do escudo para a fraude é profundo, e faz parte de um quadro bem mais amplo que chamarei de “fuga da responsabilidade”. Somente após completarmos esse percurso poderemos, já na terceira parte desta obra, enunciar doutrina jurídica propriamente dita.

* * *

APÊNDICE I A EMPRESA SOB A ÓTICA DA TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Estamos tão acostumados com uma certa forma de organização da produção, que a própria existência das empresas já nos parece trivial, óbvia e talvez até *natural*. Embora a internet tenha hoje permitido um aumento da capacidade de indivíduos se coordenarem fora de empresas – pense, por exemplo, nas edições do sistema operacional Linux desenvolvidas por vários programadores ao redor do mundo,⁷¹ na pioneira experiência de autoria coletiva proposta por Lawrence Lessig,⁷² ou mesmo no processo de elaboração da conhecidíssima e utilíssima *Wikipédia* –, ninguém em sã consciência questionaria o argumento de que, de um modo geral, uma empresa consiga produzir mais e melhor do que um punhado de trabalhadores individuais atuando de forma desconjuntada (isto é, sem um coordenador ou chefe com poder hierárquico para organizar a produção). Carros, computadores, remédios, parafusos – nada disso poderia ser produzido de maneira eficiente se não existissem as empresas.⁷³

Mas quando nos pomos a pensar sobre o processo produtivo de qualquer coisa, logo percebemos que certas etapas desse processo ocor-

71. A expressão “*software* livre”, ou “*software* de código aberto”, está geralmente associada a programas de computador cujo código-fonte é disponibilizado para permitir o uso, a cópia, o estudo e a redistribuição. Mais ainda, alguns softwares livres foram construídos a partir da cooperação voluntária via internet de programadores.

72. Cf. Lawrence Lessig, *Code: and Other Laws of Cyberspace, Version 2.0*, New York, Basic Books, 2006.

73. A Teoria dos Custos de Transação utiliza o termo *firma* em vez de *empresa*. O tema tem sutilezas que aqui, no entanto, são irrelevantes. Para manter a consistência ao longo deste livro, utilizarei o termo *empresa*.

rem através de intercâmbios realizados em mercados, enquanto outras ocorrem dentro da própria empresa.⁷⁴ A questão é: o que explica a escolha de um processo em vez do outro? Ou, de forma mais geral: por que as pessoas criam empresas que alocam recursos da produção através de decisões hierárquicas, em vez de contratarem em mercado cada tarefa da produção?

Há uma antiga intuição econômica de que contratar em mercado será sempre a opção mais eficiente. Afinal, nos mercados há especialização, ou seja, as pessoas se concentram nas atividades que podem desempenhar melhor e da forma menos custosa. Ou, de forma mais técnica, nos mercados cada agente tende a se concentrar (e se especializar) naquelas atividades em que possui uma *vantagem relativa*. Por outro lado, é notório que em toda parte o desenvolvimento econômico veio acompanhado da proliferação de empresas, a tal ponto que hoje é inconcebível imaginar que um país possa prosperar se suas empresas não puderem, igualmente, prosperar. Posta nesses termos, a existência de empresas pode ser considerada uma espécie de enigma.

Em 1937, o inglês Ronald Coase propôs o que constitui, até hoje, a mais persuasiva tentativa de solução desse enigma.⁷⁵ Coase partiu de uma observação trivial, a saber, a de que as compras e vendas e demais intercâmbios acontecem em mercados reais; não em abstrações conceituais que representam as trocas de mercado como relações ideais em que se vende para quem pode pagar mais, e se compra de quem oferece por menos. E nos mercados reais (ao contrário dos mercados ideais frequentemente pressupostos pelos modelos microeconômicos) as interações são imperfeitas e estão sujeitas a uma série de custos. Esses custos incluem principalmente o custo de pesquisa e informação sobre os preços aceitáveis, os custos de negociação, de monitoramento, de cobrança e execução e de manutenção de segredos comerciais.

Assim, concluiu Coase, pode fazer sentido organizar parte da produção internamente dentro de empresas justamente para evitar esses *custos de ir ao mercado*. Em uma empresa, não é preciso selecionar mão de obra continuamente; basta contratar um empregado e pagar-lhe um salário. Não é preciso adaptar-se aos insumos disponíveis no mercado; é possível simplesmente produzi-los internamente com as especificações

74. Deixemos de lado, por ora, a zona cinzenta entre esses dois espaços. Sobre o tema, ver Yochai Benkler, *The Wealth of Networks: How Social Production Transforms Markets and Freedom*, New Haven, Yale University Press, 2007.

75. Ronald H. Coase, “The nature of the firm”, *Economics*, v. 4, 1937, pp. 386-405.

Capítulo 5
A LIMITAÇÃO
DA RESPONSABILIDADE NA BALANÇA

5.1 Vantagens econômicas: 5.1.1 Diversificação de investimentos: 5.1.1.1 A ilimitação de responsabilidade como barreira – 5.1.1.2 Empreendedorismo e inovação – 5.1.1.3 Desenvolvimento institucional e econômico – 5.1.1.4 Dívida ou capital; 5.1.2 Compensação pela aversão ao risco: 5.1.2.1 Investimentos com valor monetário esperado positivo – 5.1.2.2 Noção de aversão ao risco de perda – 5.1.2.3 Incentivos gerados pelo regime de responsabilidade – 5.1.2.4 A limitação de responsabilidade como subsídio implícito; 5.1.3 Redução dos custos de monitoramento: 5.1.3.1 O problema da identidade dos sócios – 5.1.3.2 Pequena relevância nas sociedades de pessoas – 5.1.3.3 Grande relevância nas sociedades de capital: 5.1.3.3.1 Perda de fungibilidade – 5.1.3.3.2 Distorção dos efeitos da informação pública – 5.1.3.3.3 Disciplina do mercado sobre administradores; 5.1.4 Facilitação das transferências eficientes de controle. 5.2 Desvantagens econômicas: 5.2.1 Viabilização de investimentos socialmente ineficientes: 5.2.1.1 O conceito econômico de “eficiência” – 5.2.1.2 Ilustração de investimento ineficiente – 5.2.1.3 Ponderação sobre a gravidade do problema; 5.2.2 Baixo investimento em precaução: 5.2.2.1 Investimentos eficientes em precaução – 5.2.2.2 Custo total e custo privado – 5.2.2.3 Ressalvas: 5.2.2.3.1 Precificação contratual de riscos – 5.2.2.3.2 Análise Econômica do Direito sem fanatismos. 5.2.2.3.3 Risco e incerteza; 5.2.3 Escudo para fraudes: 5.2.3.1 A fraude lucrativa – 5.2.3.2 Da incerteza na responsabilização da empresa – 5.2.3.3 Efeito do regime de responsabilidade limitada. 5.3 Resumo. 5.4 Conclusão parcial. Apêndice 1 – A empresa sob a ótica da teoria dos custos de transação. Apêndice 2 – Nota sobre estudos empíricos acerca da responsabilidade limitada.

Há uma intuição bem-assentada entre os juristas brasileiros de que a responsabilidade limitada favoreça o investimento, mas também que seja fonte de problemas de vários tipos. Essa intuição está de um modo geral correta, mas não houve até hoje no Brasil quem tenha explicado detalhadamente os mecanismos econômicos através dos quais essas vantagens

e desvantagens se manifestam.¹ Essa é uma lacuna grave. Sem entender esses mecanismos detalhadamente, não há como conceber racionalmente um refinamento das doutrinas e interpretações sobre a responsabilidade de terceiros. O que se propõe neste capítulo é depurar essas intuições, discutindo detalhadamente as vantagens e desvantagens econômicas da responsabilidade limitada de modo compreensivo.

Trata-se, evidentemente, de uma empreitada que não pode ser conduzida do ponto de vista interpretativo: podemos interpretar e reinterpretar o Direito tantas vezes quanto quisermos, e após esse exercício continuaremos sem saber quase nada sobre as repercussões do Direito sobre o mundo real. Para pensar sobre as consequências do Direito, faz-se necessário utilizar uma referência metodológica externa. O ferramental econômico próprio para esse tipo de análise é a chamada *Teoria dos Custos de Transação*.

Aqui poupo o leitor de explicações catedráticas sobre tal teorização, e parto diretamente para empregá-la no que possui de mais aplicado ao tema da responsabilização empresarial. Contudo, para saciar a curiosidade do leitor mais disciplinado, incluí um texto explicativo esclarecendo os conceitos básicos da Teoria dos Custos como Apêndice 1 deste capítulo. Incluí, também, como Apêndice 2, algumas notas sobre certos estudos empíricos estrangeiros a respeito da limitação de responsabilidade societária.

Em comparação com os demais capítulos deste livro, o atual talvez constitua uma leitura um pouco mais árida. Isso é especialmente verdadeiro para o leitor pouco familiarizado com conceitos de microeconomia. Por conta disso, tentarei explicar, da forma mais simples e didática possível, cada conceito econômico utilizado. Além disso, procurarei ilustrar o raciocínio com exemplos numéricos simples. Ainda assim, o leitor menos interessado em discussões econômicas poderá depreender (em linhas gerais pelo menos) o que há de essencial neste capítulo lendo apenas o resumo (item 5.3) e a conclusão parcial (item 5.4).²

1. Contudo, em argumento bem-construído, Fernando Schwarz Gaggini, *A Responsabilidade dos Sócios nas Sociedades Empresárias*, São Paulo, Livraria e Editora Universitária de Direito, 2013, pp. 114-122, sintetiza sete vantagens e quatro desvantagens que se pode atribuir à responsabilidade limitada. Além disso, Eduardo Secchi Munhoz, *Empresa Contemporânea e Direito Societário – Poder de Controle e Grupos de Sociedades*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002, pp. 19-21, discute sobre as vantagens econômicas da responsabilidade limitada ao resumir as conclusões de Frank Easterbrook e Daniel Fischel em estudo clássico sobre as sociedades por ações.

2. Para uma revisão da literatura jurídico-econômica comparada acerca da limitação de responsabilidade, ver William J. Carney, “Limited liability”, item n.

5.1 Vantagens econômicas

Suponha que um indivíduo tenha um patrimônio de \$10.000 e deseje realizar um investimento de \$5.000 em uma empresa. Agora compare estas duas situações. Na primeira, sua responsabilidade está limitada ao valor investido. Logo, o teto de suas perdas são os \$5.000. Afinal, se a empresa naufragar, esse investidor nunca receberá dividendos e ainda perderá o valor do investimento. Contudo, ainda lhe restará a outra metade do seu patrimônio, \$5.000. Na segunda situação, a responsabilidade do sócio é ilimitada. Assim, se a empresa quebrar e houver um passivo descoberto, os credores da empresa buscarão satisfazer seus créditos processando o investidor. Dependendo do valor desses créditos, o investidor poderá perder a totalidade do seu patrimônio de \$10.000, mesmo tendo investido apenas \$5.000 na empresa.

Não é difícil perceber que, do ponto de vista da propensão do investidor a empregar seus recursos no negócio, a primeira situação lhe é mais favorável. A redução no risco de responsabilização pessoal de um investidor faz com que haja uma queda indireta no custo desse investimento em participação societária. Isso torna esse tipo de investimento mais atraente. A articulação detalhada dessas ideias, contudo, não é óbvia. Ela passa por quatro vantagens econômicas que podem ser associadas à limitação de responsabilidade do sócio, vantagens essas ligadas à possibilidade de *diversificação de investimentos* (item 5.1.1), ao induzimento de investimentos com *valor monetário esperado positivo* por investidores *avessos ao risco* (item 5.1.2), à redução dos *custos de monitoramento* dos investimentos (item 5.1.3) e à facilitação das *transfêrências eficientes de controle* de empresas (item 5.1.4). Adiante explico cada um desses aspectos separadamente.

5.1.1 Diversificação de investimentos

5.1.1.1 A ilimitação de responsabilidade como barreira

A limitação de responsabilidade do sócio facilita a diversificação do investimento. Para entender por que, suponha novamente que um investidor possua patrimônio de \$10.000. A seguir, suponha que ele possa (i) investir \$1.000 em dez negócios diferentes ou (ii) investir \$10.000 em um único negócio. A palavra “investidor” muitas vezes tem a conotação

5.620 da *Online Encyclopedia of Law & Economics*, disponível em: <<http://encyclo.findlaw.com/5620book.pdf>>.

de “grande investidor” – digamos, um grande fundo de investimentos ou um rico indivíduo que aplica suas vastas economias –, mas do ponto de vista econômico investidor é qualquer um que opte por postergar o consumo deixando seus recursos empregados de alguma forma a fim de obter um retorno. Qualquer pessoa que possua recursos financeiros enfrenta o dilema de ter que decidir entre consumir e investir. Investidor, portanto, pode ser também o pequeno empresário que investe em um pequeno negócio, o trabalhador que guarda dinheiro para a velhice, o pai de família que aplica suas economias para futuramente ter dinheiro para custear a faculdade dos filhos ou simplesmente a família que adia sua decisão de comprar um carro e prefere deixar recursos na caderneta de poupança.

A diversificação é uma importante estratégia de investimentos porque ela reduz os riscos de perdas. Voltando ao exemplo acima, se o investidor alocar \$1.000 em dez diferentes investimentos, ele estará bastante diversificado e seus riscos de perdas serão minimizados. Afinal, quando um dos investimentos de \$1.000 não estiver indo bem, os outros poderão compensar essas perdas, de modo que na média o investidor pelo menos não tenha perdas expressivas. Compare a situação desse investidor diversificado com a de outro que não está diversificado. Esse último aloca todo o seu patrimônio em um único investimento (por exemplo, aloca \$10.000 em um único negócio). Se esse único investimento for bem, seus lucros serão grandes. Mas, se o investimento atingir resultados ruins, essa perda lhe causará uma dificuldade muito séria, porque ele poderá perder todo o seu patrimônio. Até mesmo quem nunca estudou finanças conhece intuitivamente a velha sabedoria de que “não se deve colocar todos os ovos em um mesmo cesto”.

A falta de limitação da responsabilidade do sócio – isto é, a responsabilidade ilimitada do sócio por dívida da empresa – dificulta estratégias de diversificação. Suponha que o investidor acima tenha investido \$1.000 como capital social de dez empresas diferentes. Imagine, a seguir, que o ordenamento jurídico não lhe garanta limitação da responsabilidade como sócio. Ora, como cada uma dessas dez empresas pode ir à bancarrota, o investidor sabe desde logo que todo o seu patrimônio poderá ter que ser usado para cobrir as perdas de cada uma dessas dez empresas.

Em uma economia dinâmica e minimamente competitiva, a quebra é sempre uma possibilidade, e isso traz uma consequência bastante grave: sob um regime jurídico de responsabilidade ilimitada, quanto mais diversificado o investidor estiver, tanto maior será o risco de perder

grande parte do seu patrimônio. Isso quer dizer que *sob responsabilidade ilimitada a diversificação pode maximizar os riscos de perda, em vez de mitigá-los*. Sob responsabilidade ilimitada, portanto, a estratégia mais eficiente será concentrar investimentos em vez de diversificá-los. Um resultado verdadeiramente surpreendente.

5.1.1.2 Empreendedorismo e inovação

As barreiras à diversificação trazem, então, consequências indesejadas para os investidores. É fácil visualizar no exemplo acima que o fundo de investimentos, o pequeno empresário, o aposentado ou o pai de família – todos eles estarão incentivados a empregar seus recursos de maneira outra que não no financiamento de empresas através da compra de participação societária (ações ou quotas). Investidores terão então maior dificuldade de encontrar a combinação mais conveniente para seu apetite a risco e retorno. Mas esse não é o principal problema. O grande nó surge porque a ilimitação da responsabilidade de sócios cria, assim, um obstáculo ao financiamento e à criação de negócios produtivos.

Para entender o argumento, considere inicialmente o financiamento de novos negócios, isto é, o financiamento da atividade empreendedora. Um empreendedor é uma pessoa que detecta uma oportunidade de realizar um negócio e assume riscos (aproximadamente) calculados. O empreendedor é peça fundamental para geração de riqueza, e acrescente-se: não trato aqui apenas da geração de riqueza para si, mas para toda a sociedade, porque o empreendedor gera empregos, paga impostos e cria (e vende) coisas úteis para outras pessoas.³

Para pôr em prática seu plano de negócios, o empreendedor precisa de dinheiro. Com grande frequência, pelo menos parte desse dinheiro precisa ser obtida de terceiros, isto é, de financiadores. No Brasil como no resto do mundo, geralmente os novos negócios são no início financiados através de uma dinâmica que pode ser chamada de *relacional*. O financiamento é relacional especialmente porque, no começo, o que une o financiador ao empreendedor é principalmente a confiança do primeiro no segundo.

Assim, um novo negócio é tipicamente financiado com aquilo que a sabedoria popular norte-americana chama de *the three Fs* ou *os três efes*:

3. Para ilustrar, o impacto da Microsoft e do Google é grande para seus acionistas, mas ainda maior para os milhões de pessoas que podem utilizar essas tecnologias.

family, friends, and fools (familiares, amigos e otários).⁴ Essas pessoas investem porque têm confiança no empreendedor, não no negócio em si. Para ilustrar, um pai geralmente financia um negócio por acreditar no filho, não por conhecer detalhadamente o funcionamento do negócio que o filho decidiu montar. O mesmo pode ser dito dos outros financiadores típicos de novos negócios: os amigos financiam alguém por terem confiança na pessoa que irá gerir os recursos aportados; os otários financiam por acreditarem que têm mais sorte do que os outros ou por terem os amigos errados.

Os financiamentos de negócios em bases relacionais tendem a ser impactados pelo regime de responsabilidade. Familiares, amigos e outros investidores que se envolvem em um negócio na base da confiança quase sempre desejam se tornar sócios para participarem do sucesso; de vez em quando o fazem para ajudar um empreendedor por quem têm apreço, amizade ou laços de família; mas quase nunca estão dispostos a simplesmente arriscar todo o seu patrimônio pessoal em um único investimento. É nesse ponto que o tipo de regime jurídico de responsabilidade de sócio passa a ser importante, porque sob responsabilidade ilimitada o investidor poderá perder todo o seu patrimônio se a empresa vier a naufragar.

Repare que esse problema é particularmente verdadeiro no caso de novos negócios, porque estes têm, sabidamente, maiores chances de quebrar do que negócios já estabelecidos há muito tempo. É nesse sentido que afirmo que a ilimitação de responsabilidade de sócio pode ser considerada um entrave adicional ao empreendedorismo, isto é, à abertura de novos negócios. E ainda assim, isso não é tudo.

A ilimitação de responsabilidade do sócio dificulta não só o financiamento de novos negócios, mas também o financiamento daqueles já em curso. Isso se vê de maneira particularmente clara no que toca à atividade das chamadas *sociedades de capital de risco*. A expressão *sociedade de capital de risco* é a tradução ao português do original em inglês, *private equity*.⁵ As sociedades de capital e risco se dedicam a

4. Sobre o tema, vide Robert Cooter e Hans-Berndt Schaefer, *Solomo's Knot: How Law Can End the Poverty of Nations*, Princeton, Princeton University Press, 2011, pp. 27 e ss.

5. Aqui é bom notar que a função da *sociedade de capital de risco* não precisa necessariamente ser feita por firmas internacionais especializadas no *métier*. Por exemplo, nos Estados Unidos, durante a primeira metade do século XX, a atividade foi desenvolvida por famílias ou indivíduos muito ricos. É o caso dos Rockefellers, Warburgs, Vanderbilts e Whitneys, entre outros. Só com o tempo essa atividade foi

investir profissionalmente em diversos negócios por um determinado período, geralmente algo em torno de três a seis anos. Tipicamente, uma sociedade de capital de risco compra participação acionária, na maioria das vezes minoritária, com o objetivo de dar “fôlego” financeiro para uma empresa em que se identifica grande oportunidade de retorno econômico. Esse grande retorno pode advir, por exemplo, da abertura de uma nova linha de negócios, de uma reestruturação societária ou financeira ou de uma mudança de gestão.

A sociedade de capital e risco que investe espera obter valorização da sua participação societária para posterior venda. Idealmente, essa posterior venda ocorre em bolsa de valores através de uma oferta pública de ações – algo que no Brasil, por sinal, só se tornou possível recentemente com o florescimento do nosso mercado bursátil na última década.⁶ As sociedades de capital de risco têm sido, no mundo inteiro, um importante veículo de desenvolvimento dos parques produtivos. Contudo, é pacífico entre os profissionais do setor que o aumento do risco de responsabilização da sociedade de capital e risco por dívidas da empresa em que se faz o investimento pode inviabilizar o modelo de negócios.

No Brasil, o aumento do risco do fundo por dívidas da empresa tem gerado uma saída curiosa e talvez indesejável. Os fundos de *private equity* no Brasil têm se estruturado através de empresas *offshore*. A prospecção de investidores é feita no Brasil, mas os recursos ingressam nas empresas receptoras do investimento através de veículos societários constituídos no exterior. Em alguns casos, os investidores brasileiros já dispõem de recursos no exterior. Em outros, precisam enviar os recursos para fora, para somente depois serem internalizados. O principal motivo

adquirindo o caráter de profissionalidade que possui hoje. No Brasil, diversas empresas não especializadas realizam também essa atividade de realizar investimentos de *private equity*.

6. Sobre o tema, cf. Bruno Meyerhof Salama e Viviane Muller Prado, “Proteção ao acionista minoritário no Brasil: breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas”, in *Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches*, vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2011; Érica Gorga, “Culture and corporate law reform: a case study of Brazil”, *University of Pennsylvania Journal of International Law* 27, 2006; Mariana Pargendler, “Politics in the origins: the making of corporate law in nineteenth-century Brazil”, *American Journal of Comparative Law*, vol. 60, n. 3, 2012. Ver também Ary Oswaldo Mattos Filho e Viviane Muller Prado, “Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964”, in Maria Lúcia L. M. Padua Lima, *Direito e Economia. 30 Anos de Brasil*, t. 2, 2012, pp. 191-235; e Roberta Nioac Prado, *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S/A – Tag Along*, São Paulo, Quartier Latin, 2005.

para a escolha dessas estruturas é fiscal, mas o risco de responsabilização patrimonial também é um fator relevante.

Evidentemente, esses mecanismos indiretos não são os ideais. Primeiro, porque encarecem o investimento de *private equity*: manter uma estrutura com empresas no exterior é razoavelmente caro. Aliás, como esses custos são fixos, seu peso relativo é bem maior no caso de investimentos menores. Ou seja, as estruturas com empresas *offshore* atrapalham todas as empresas brasileiras que potencialmente poderiam ser alvo de investimentos de *private equity*, mas as pequenas sofrem mais. Segundo, o uso de estruturas no exterior reduz a transparência do investimento. Por isso, tornam a fiscalização mais complicada e mais difícil, e, por causa disso, podem facilitar a realização de outros tipos de fraude.

As dificuldades operacionais criadas aos fundos de *private equity* podem ser um dos motivos que explicam por que, no Brasil, há ainda relativamente pouca atividade daquilo que se convencionou chamar de *venture capital*.⁷ De um modo geral, o *venture capital* funciona como o *private equity* – isto é, um investidor (possivelmente uma *sociedade de capital de risco*) adquire uma participação acionária para dar o fôlego financeiro para que uma empresa possa desenvolver ou expandir novos projetos, na expectativa de posteriormente vender sua participação com lucro. O *venture capital* se distingue do *private equity*, no entanto, em função do tipo de empresa receptora do investimento.

Uma operação de *venture capital* se destina a empresas ainda em estágio inicial, as chamadas *start-ups*. O grande atrativo dessas empresas está em possuírem um projeto de inovação ou tecnologia que apresente enorme potencial de lucro – mas também de fracasso, como sói ser no mundo dos negócios com tudo aquilo que é novo. O *venture capital* desempenhou e desempenha um papel central no financiamento a inovação em diversos países. O exemplo mais comumente citado na literatura sobre o tema é o do Vale do Silício nos Estados Unidos, mas há outros.⁸ No Brasil mesmo, há vários planos governamentais destinados a incentivar o desenvolvimento da atividade de *venture capital*.⁹ Evidentemente, a

7. Cf. os dados apresentados em Mário Gomes Schapiro, “Development bank, law and innovation financing in a new Brazilian economy”, *Law and Development Review* 3, 2010, pp. 91-93.

8. Cf. Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, “A indústria de *private equity* e *venture capital*”, 2011. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf>.

9. É o caso, por exemplo, do fundo Criatec, do BNDES. Cf. Mário Gomes Schapiro, *Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia*, São Paulo,

ilimitação de responsabilidade de sócio atua no sentido inverso das políticas governamentais de promoção do capital de risco.

A ilimitação da responsabilidade do sócio pode, assim, também desincentivar os investimentos em inovação. Por *inovação* entenda-se não apenas o emprego produtivo de uma descoberta científica, mas, de modo mais abrangente, o processo de aplicação de novas ideias com o intuito de obtenção de lucro, inclusive a introdução de um novo bem de consumo, o emprego de um novo método de produção, a abertura de um novo mercado ou a mudança no tipo de organização da produção e até mesmo a descoberta de uma nova fonte de matéria-prima.¹⁰

As inovações, por representarem uma mudança – uma *destruição criadora*, na alegoria clássica de Joseph Schumpeter –,¹¹ são sempre mais arriscadas que as atividades não inovadoras. Uma inovação é, por definição, algo que ainda não foi tentado. Portanto, ainda não venceu o teste da passagem do tempo, o mais severo *juiz* no mundo dos negócios. Quem investe em algo inovador sabe que, se o projeto der certo, os lucros serão potencialmente maiores. Mas, por outro lado, as chances de quebra ou de insucesso são também maiores. Ora, a ilimitação de responsabilidade desincentiva a tomada de risco porque, como vimos acima, potenciais investidores se veem diante de um desincentivo a diversificar. Segue que a ilimitação de responsabilidade do sócio acaba desincentivando, também, o investimento em inovação. Isso não é desejável.

5.1.1.3 Desenvolvimento institucional e econômico

O leitor deve neste ponto ter um cuidado. Não se está aqui querendo dizer que a mera existência da limitação de responsabilidade dará à

Saraiva, 2010, p. 239: “Um dos desdobramentos desta intensificação dos desembolsos voltados às empresas inovadoras foi a constituição, em 2007, de um novo fundo de investimento, o Criatec, dedicado às empresas semente, isto é, empresas em uma fase ainda antecedente ao estágio empresarial das firmas emergentes – um setor com um patamar de risco ainda mais acentuado e que não tem despertado interesse dos agentes privados”.

10. A inovação foi assim originalmente caracterizada, em 1911, por Joseph A. Schumpeter, *Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma Investigação sobre Lucros, Capital, Crédito, Juro e o Ciclo Econômico*, São Paulo, Abril Cultural, 1982 (definindo inovação como “fazer as coisas diferentemente no reino da vida econômica”). Para uma releitura moderna da inovação em Schumpeter, com ênfase no papel da estrutura jurídica, vide Robert Cooter e Hans-Berndt Schaefer, *Solomon's Knot: How Law Can End the Poverty of Nations*, cit.

11. Joseph A. Schumpeter, trad. de Ruy Jungmann, *Capitalismo, Socialismo e Democracia*, Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1961, Capítulo 7.

economia brasileira o dinamismo de outras economias mais inovadoras. Se isso fosse verdade, os esquemas mais rígidos de responsabilização societária que vigoraram até a década de 1980 nos teriam transformado em uma superpotência tecnológica.

De fato, a relação entre desenvolvimento institucional e crescimento econômico é complexa, e as relações de causalidade são confusas e em parte indecifráveis. Por um lado, há uma tradição nas ciências que acredita que o crescimento econômico traga o desenvolvimento institucional a reboque.¹² Essa tese é parcialmente identificável, inclusive, nas teorias desenvolvimentistas que inspiraram o regime militar brasileiro,¹³ e que em certa medida voltaram a inspirar o governo brasileiro ao longo da última década.¹⁴ A metáfora celebrizada pelo ex-Ministro Delfim Netto – “fazer o bolo crescer, para depois dividi-lo” – possui uma longa história no Brasil.¹⁵ Ela também está implícita nas principais teorias da

12. Essa tradição pode ser relacionada ao chamado modelo rostowiano de desenvolvimento. Vide Walt W. Rostow, *Etapas do Desenvolvimento Econômico*, Rio de Janeiro, Zahar, 1961. Para uma análise contemporânea, ver Edward L. Glaeser, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer, “Do Institutions Cause Growth?”, *NBER Working Paper* n. 10.568, 2004 (concluindo que a acumulação de capital humano é uma fonte de crescimento mais importante do que as instituições, que os países pobres se livram da pobreza através de boas políticas públicas, frequentemente implementadas por ditadores, e que a melhora das instituições políticas vem geralmente apenas em um momento subsequente).

13. O modelo *rostowiano* foi bastante influente no Brasil especialmente nas décadas de 1960 e 1970. Confirma-se a observação do ex-Ministro Roberto Campos: “a teoria da arrancada (*take-off*), imaginosa e formulada por Walt Rostow, vem como uma resposta à fraseologia obsoleta do manifesto comunista. Ao invés da evolução do feudalismo para a burguesia mercantil, o capitalismo industrial e o socialismo, teríamos, com aplicação muito mais genérica, independente de sistemas ideológicos, a transmutação da sociedade tradicional para a sociedade transaccional, na qual se processaria a ‘arrancada’ para o desenvolvimento passando-se em seguida à sociedade industrial madura e à civilização de alto consumo” (“Arrancada e colapso: a peripécia dos países em desenvolvimento”, in Mário Henrique Simonsen e Roberto de Oliveira Campos, *A Nova Economia Brasileira*, Rio de Janeiro, José Olympio, 1975, p. 23).

14. Cf. Aloizio Mercadante Oliva, *As Bases do Novo Desenvolvimentismo: Análise do Governo Lula (2003-2010)*, tese de Doutorado, UNICAMP, 2010.

15. Roberto Campos assim esboçava as bases de sua versão da teoria do crescimento do bolo: “(...) ao contrário do que pensam os socialistas românticos, hoje em franca superprodução no nosso clero, o problema brasileiro não é meramente, nem sequer principalmente, de distribuição injusta da renda nacional. Mesmo que ela fosse irremediavelmente distribuída, objetivo impraticável em virtude da básica desigualdade dos dotes de inteligência e operacionalidade com que fomos brindados pelo Criador – ainda que fosse possível, repito, uma distribuição equitativa da renda, estaríamos

economia do desenvolvimento formuladas nas décadas que sucederam à Segunda Guerra Mundial.¹⁶

Por outro lado, nas últimas décadas ganhou força a posição de que as instituições políticas e econômicas, inclusive aquelas típicas do direito societário, seriam causa – em vez de consequência – do crescimento econômico.¹⁷ Essa posição, que em tempos mais recentes pode ser traçada à obra dos chamados “neoinstitucionalistas”,¹⁸ sugere que o arcabouço institucional seja fundamental para que o país possa tanto crescer quanto distribuir razoavelmente os frutos desse crescimento entre sua gente.¹⁹

North e Weingast, por exemplo, defenderam que “uma condição necessária para a criação de economias modernas dependentes da especialização e da divisão do trabalho (e, portanto, do intercâmbio impessoal) é a capacidade de que as pessoas possam contratar com segurança

apenas distribuindo a miséria. A rigor, estaríamos talvez agravando-a, pela diminuição dos estímulos para investimento. (...) Mas por maior o êxito que se obtenha na tarefa da justiça distributiva, o nosso problema básico e grave é a insuficiência de produção”, citado em Adilson Marques Gennari, “Para não dizer que não falei de opções, desenvolvimento econômico, inflação e institucionalização política no pensamento de Roberto de Oliveira Campos”, *Anais do VIII Congresso Brasileiro de Economia Política*, 2003. Ressalte-se que essa visão não representa posições apenas daqueles geralmente chamados no Brasil de conservadores. Por exemplo, o Ministro Guido Mantega, que, enquanto escrevo estas linhas, ocupa a pasta da Fazenda, teria recentemente declarado que o Brasil deve “Primeiro crescer, segundo distribuir a riqueza”. Cf. *Folha Online*, “Mantega repete Delfim e diz que é preciso crescer para depois distribuir”, por Caio Maia, 26.1.2004.

16. Resenhei parte dessa literatura em outra obra. Vide Bruno Meyerhof Salama e Daniel Benoliel, “Pharmaceutical patent bargains: the Brazilian experience”, *Cardozo Journal of International and Comparative Law (JICL)*, vol. 18, n. 3, 2010, pp. 634-686.

17. Uma referência fundamental é a do economista Douglass North. Sua mais influente obra é *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge, Cambridge University Press, 1990. Discuti detalhadamente a obra de North em Bruno Meyerhof Salama, “Sete enigmas do desenvolvimento em Douglass North”, in Oscar Vilhena Vieira e Dimitri Dimoulis, *Desenvolvimento e Estado de Direito*, São Paulo, Saraiva, 2011, pp. 21-58.

18. Um resumo didático do neoinstitucionalismo econômico pode ser encontrado em Maílson da Nóbrega, *O Futuro Chegou: Instituições e Desenvolvimento no Brasil*, São Paulo, Globo, 2005, pp. 67-71.

19. Um estudo recente e influente que articula novamente a centralidade das instituições econômicas e políticas na promoção do desenvolvimento pode ser encontrado em Daron Acemoglu e James A. Robinson, *Why Nations Fail: Origins of Power, Poverty and Prosperity*, New York, Crown Publishers, 2012.

no tempo e espaço”.²⁰ Essa literatura, como se vê, tende a enfatizar a importância da previsibilidade da ação do Estado e dos direitos de propriedade privados. Seu “calcanhar de Aquiles”, por assim dizer, está na discussão sobre quais instituições seriam determinantes, e aqui há muitas possibilidades.²¹ Como se vê, estamos diante de questões muito difíceis e que ainda não foram satisfatoriamente respondidas.

Felizmente, nesta obra não é necessário elaborar uma resposta abrangente sobre as causas últimas do desenvolvimento econômico. Desejo apenas trazer um argumento mais modesto – mas também mais prático –, que é o seguinte: *o crescimento econômico deve, no mínimo, vir acompanhado do desenvolvimento institucional, e a eficiência das relações no âmbito da empresa é parte desse desenvolvimento institucional.*

Assim, não estou aqui sustentando que a limitação da responsabilidade de sócio ou mesmo o aperfeiçoamento do direito societário como um todo possam trazer desde logo a plenitude do desenvolvimento econômico ao País. Sustentar isso seria uma alienação mental completa. O meu ponto é que a limitação de responsabilidade de sócio pode funcionar como um catalisador para certas formas de financiamento que, no mundo moderno, acompanharam processos de desenvolvimento socioeconômico. Essa é uma vantagem da limitação da responsabilidade de sócio que não se pode ignorar.

5.1.1.4 Dívida ou capital

Um ponto adicional é que o investimento na forma de capital social (isto é, a subscrição ou compra de ações ou quotas) não é a única maneira de financiamento de um negócio. A alternativa básica ao financiamento através de capital é o financiamento através de dívida (isto é, de operações de crédito). Até algum tempo atrás, a concessão de um empréstimo afastava o risco de responsabilização do financiador no caso de quebra da empresa financiada. Isto é, quem emprestava sabia que o máximo que poderia perder seria o valor do aporte. Recentemente,

20. Douglass North e Barry Weingast, “Constitutions and commitments: the evolution of institutions governing public choice in seventeenth-century England”, 49 *Journal of Economic History*, 803, 1989, p. 831 (no original, “one necessary condition for the creation of modern economies dependent on specialization and division of labor (and hence impersonal exchange) is the ability to engage in secure contracting across time and space”).

21. Ver Michael Trebilcock e Kevin Davis, “The relationship between law and development”, *American Journal of Comparative Law*, vol. 56, 2008, p. 895.

surgiram no Brasil as primeiras ações tendentes a responsabilizar financiadores de empresas.

No Brasil, a questão é particularmente candente na seara ambiental, em que se busca, em alguns casos, responsabilizar os bancos pelo dano ambiental causado por empresas receptoras de empréstimos. Nos Capítulos 6 e 8 voltarei ao problema da corresponsabilização de contratantes da empresa. Por ora desejo apenas esclarecer três pontos. Primeiro que o financiamento de negócios através de empréstimos em muitos casos não é factível. Segundo, que isso é verdade mesmo que o financiador não corra nenhum risco de responsabilização por dívidas da empresa financiada. E terceiro, que o investimento na forma de capital continua sendo um mecanismo imprescindível para as empresas. Vejamos cada um desses pontos.

O financiamento de negócios através de dívida (em vez de contribuição de capital) é aquilo que os financistas chamam de *alavancagem*. O financiamento por empréstimo realmente pode funcionar como uma “alavanca” para os negócios da empresa. É que a obtenção de empréstimos permite à empresa rapidamente dispor de recursos para expandir suas atividades. Por isso, a alavancagem pode aumentar brutalmente os retornos dos donos do negócio (isto é, os sócios da empresa).

Para entender como funciona a *alavancagem*, compare a situação da empresa que se financia apenas com empréstimos com a situação da empresa que se financia apenas com contribuição de capital dos próprios sócios. Uma empresa que se financia através de empréstimos estará devendo juros periódicos aos seus credores, e terá também que amortizar o principal no prazo contratado. Assim, se o retorno do negócio exceder o valor devido ao financiador, a diferença ficará inteiramente com os sócios na forma de lucro.²²

Para ilustrar, suponha que o financiador – um banco, por exemplo – empreste à empresa \$1.000 a uma taxa de juros de 20% ao ano e prazo de amortização de 10 anos. Se após um ano os retornos da empresa sobre o capital investido chegarem a 50%, a empresa pagará \$200 para o banco a título de juros, \$100 como amortização de principal, e a diferença (\$200) se reverterá em benefício do sócio na forma de lucro. O problema é que se a empresa tiver um retorno inferior a 30% sobre o capital investido ela não conseguirá pagar o valor devido ao banco. Nesse caso, se a empresa não receber um novo aporte de recursos (um novo empréstimo

22. Exceto evidentemente o pagamento de tributos e outras questões que aqui são deixadas de lado apenas para manter a simplicidade do exemplo ilustrativo.

ou uma contribuição de capital pelos sócios) ou se a empresa não se desfizer de ativos (por exemplo, vendendo uma máquina ou uma divisão de negócios), ela se tornará insolvente.

O mesmo não ocorre, contudo, com a empresa que se financia através de contribuição de capital. Imagine que ela receba um aporte de \$1.000 a título de capital social, em vez de empréstimo. Todo o mais mantido constante, se a empresa tiver retorno inferior a \$200 (inclusive se ela não tiver retorno nenhum) ela continuará perfeitamente solvente. Isso significa que o financiamento na forma de capital reduz os riscos dos empreendimentos. Afinal, quanto mais endividada a empresa estiver, tanto maior será sua chance de tornar-se insolvente.

Note que num país como o Brasil o financiamento de negócios através de empréstimos tem alguns inconvenientes adicionais. O principal deles é o de que o empréstimo geralmente terá juros altos (assim tem sido nas últimas duas décadas). Por que alguém emprestaria para uma empresa a um juro menor do que emprestaria ao governo? Ora, se o governo remunera bem seus credores, então as empresas terão que fazê-lo em patamares ainda maiores, e isso não é nada fácil. De fato, a maioria das empresas brasileiras se financia largamente através da retenção de lucros, o crédito doméstico é caro e em sua maior parte disponível para financiamento de capital de giro.²³

Embora existam sinais recentes de redução dos patamares dos juros no Brasil,²⁴ empréstimos a juros baixos e de longo prazo ainda são de um modo geral viáveis apenas quando concedidos por bancos estatais, e em particular pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).²⁵ Os dados mais recentes, contudo, mostram que a

23. Cf. examinado em Deborah Kirschbaum, “Recuperação judicial e governança corporativa: a relação entre a disciplina jurídica da insolvência e a governança das empresas de grande e médio portes no Brasil”, in Maria Lúcia L. M. Padua Lima, *Direito e Economia. 30 Anos de Brasil*, t. 3, São Paulo, Saraiva, 2012, pp. 307-309. Ver também Waldery Rodrigues Júnior e Giovanni Monteiro Melo, “Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil”, IPEA, *Texto para Discussão* 653, 1999; e Anjali Kumar e Manuela Francisco, “Enterprise size, financing patterns and credit constraints in Brazil: analysis of data from the investment climate assessment survey”, *World Bank Working Paper* n. 49, 2005.

24. Cf. Banco Central do Brasil, Diretoria de Política Econômica, Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais, Juros e *Spread* Bancário, Janeiro de 2012.

25. Anjali Kumar e Manuela Francisco, “Enterprise size, financing patterns and credit constraints in Brazil: analysis of data from the investment climate assessment survey”, cit., *World Bank Working Paper* n. 49.

imensa maioria dos desembolsos feitos pelo BNDES tem como destinatárias grandes empresas,²⁶ e isso quer dizer que no Brasil há não apenas a dificuldade de financiamento a juros baixos de um modo geral, mas também uma atuação do governo que alarga as diferenças no custo de captação de recursos entre as grandes empresas e as pequenas.

O resultado, em termos concretos, é o de que no Brasil a alavancagem é uma estratégia particularmente perigosa – e no caso de pequenas empresas, é de um modo geral uma estratégia suicida. Afinal, estas, por representarem um risco de crédito mais elevado – isto é, por serem de um modo geral mais arriscadas –, pagam juros ainda mais elevados, e têm menos acesso ao crédito subsidiado pelo governo. Na prática, o que ocorre é uma *seleção adversa* das empresas: apenas aquelas voltadas para atividades mais arriscadas (e, por conseguinte, potencialmente mais rentáveis) acessam o mercado de crédito bancário. Empresas cujos retornos são menos arriscados (e, por isso, menores) ficam de fora do mercado de crédito.²⁷

Uma outra particularidade dos financiamentos no Brasil diz respeito ao fato de que aqui convivemos com a conhecida morosidade e relativa incerteza nos processos de cobrança de créditos e execução de garantias.²⁸ Esse é um fator adicional de encarecimento do crédito.²⁹ A existência de

26. Sérgio Lazzarini, Aldo Musacchio, Rodrigo Bandeira de Mello e Rosilene Marcon, “What do the development banks do? Evidence from Brazil, 2002-2009”, 2011, pp. 11-18, disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1969843>.

27. Ana Lúcia Pinto da Silva, Luciana Luk-Tai Yeung e Carlos Eduardo Carvalho, “A insegurança jurídica é também do devedor: seleção adversa e custo do crédito no Brasil”, in Maria Lúcia L. M. Padua Lima, *Direito e Economia. 30 Anos de Brasil*, t. 2, 2012, p. 24 (“muitos projetos com boas perspectivas de sucesso não são encaminhados, pela relutância em tomar crédito, e os bancos são induzidos a emprestar para projetos de maior risco”). No mesmo sentido, Antonio J. M. Porto e Fabiana Luci Oliveira, “O consumidor brasileiro e o crédito: os prós e contras do cadastro positivo”, in Ricardo Morishita Wada e Fabiana Luci de Oliveira (orgs.), *O Brasil e o Código de Defesa do Consumidor: 21 Anos de Vigência*, Rio de Janeiro, Campus Elsevier, 2012; e Antonio J. M. Porto, “O direito e a economia do cadastro positivo”, *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, Juruá, n. 14, jul./dez. 2010.

28. Para uma revisão ponderada dessa literatura, ver Ana Lúcia Pinto da Silva, Luciana Luk-Tai Yeung e Carlos Eduardo Carvalho, “A insegurança jurídica é também do devedor: seleção adversa e custo do crédito no Brasil”, cit., in Maria Lúcia L. M. Padua Lima, *Direito e Economia. 30 Anos de Brasil*. Ver também Bruno Meyerhof Salama e Thiago Jabor Pinheiro, “Citizens vs. banks: institutional drivers of financial market litigiousness in Brazil”, Fundação Getúlio Vargas *Working Papers*, 2013.

29. Cf. Jairo Saddi, *Crédito e Judiciário no Brasil, uma Análise de Direito & Economia*, São Paulo, Quartier Latin, 2007, p. 465.

mecanismos seguros de cobrança seria, pelo menos, um efeito minimizador dos riscos de financiadores (e, logo, de redução do custo do dinheiro emprestado). Não no Brasil, infelizmente. De modo que, diante dessas circunstâncias, o financiamento de novos negócios com empréstimos privados é uma alternativa em geral difícil no nosso país.

5.1.2 *Compensação pela aversão ao risco*

5.1.2.1 Investimentos com valor monetário esperado positivo

A segunda vantagem que se associa à limitação de responsabilidade de sócio é o incentivo à realização de investimentos *com valor monetário esperado positivo por investidores avessos ao risco*. Soa complicado. Vou detalhar o ponto de forma mais técnica adiante, mas podemos desde já adiantar a intuição básica: sob responsabilidade limitada, as pessoas podem deixar de realizar investimentos socialmente desejáveis simplesmente por terem medo de perder o seu patrimônio.³⁰

Vamos ilustrar com um exemplo numérico. Suponha que eu tenha um patrimônio de \$1.000. Nesse caso, a minha satisfação se eu ganhar \$900 adicionais tende a ser bem menor do que a minha insatisfação se eu perder \$900. Embora do ponto de vista da matemática financeira perder e deixar de ganhar sejam equivalentes, do ponto de vista psicológico geralmente não são: perder é comparativamente pior do que deixar de ganhar. Esse fenômeno é chamado de “aversão ao risco”. A limitação de responsabilidade do sócio estabelece um teto para as possíveis perdas do investidor e por isso pode fazer com que pessoas avessas ao risco realizem investimentos socialmente desejáveis que não fariam sob responsabilidade ilimitada.

Com essa primeira aproximação, já é possível entender o sentido elementar dessa que é a segunda *vantagem* da responsabilidade limitada. Alguns leitores talvez aqui já desejem pular para o tópico seguinte, e não há mal nisso. Mas é possível esmiuçar um pouco mais o raciocínio. O tema é um pouco técnico, e vou tentar examiná-lo da forma mais simples possível. Para tanto, vou iniciar discutindo um exemplo hipoté-

30. Sobre o tema, ver também Otavio Yazbek, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2007, p. 35 (explicando que com “a proteção assim outorgada [pelo instituto da limitação de responsabilidade] aos patrimônios individuais dos sócios estimula-se a assunção de atividades empresariais mesmo por quem tenha maior grau de aversão ao risco, permitindo-se também a diversificação de atividades”).

tico em que eu disponha de \$1.000 e esteja contemplando duas opções de investimento. A primeira é adquirir participação societária em uma empresa contribuindo esses \$1.000 ao seu capital social. A segunda é utilizar os \$1.000 para comprar títulos de emissão do governo federal.

Consideremos, primeiro, o investimento de \$1.000 em capital da empresa. Por hipótese, se o plano de negócios da empresa der certo, eu estimo que daqui a um ano ainda terei minha participação societária que continuará valendo \$1.000 e, adicionalmente, receberei dividendos no valor \$1.000. Mas, se o plano de investimentos der errado, a empresa quebrará. Nesse caso, eu não receberei nenhum dividendo e ainda por cima perderei os \$1.000 originalmente investidos. Além disso – este é um dado importante –, supondo responsabilidade ilimitada do sócio, eu estimo que terei que contribuir \$200 adicionais para saldar dívidas em aberto da empresa com seus credores na hipótese de quebra.

Alternativamente a realizar esse investimento em capital da empresa, eu posso, como mencionei acima, comprar títulos do Tesouro Nacional. Esse investimento em títulos públicos é menos rentável, mas mais seguro. Ele me pagará uma remuneração de 5% ao ano, e podemos assumir, para facilitar o raciocínio, que não há nenhum risco de perda do investimento (isto é, que não há nenhum risco de calote por parte do governo). Assim, após um ano meu investimento de \$1.000 em títulos do governo me dará um retorno de \$50 sem qualquer risco de perda.³¹

Por qual alternativa devo optar? Será mais conveniente investir em um negócio ou emprestar dinheiro ao governo? Uma boa solução é começar comparando os *valores monetários esperados* em cada caso. O valor monetário esperado é a soma das probabilidades de cada resultado possível multiplicada pelo valor de cada um desses resultados. No exemplo acima eu preciso, portanto, atribuir uma probabilidade de sucesso e insucesso ao plano de negócios da empresa para poder determinar o valor monetário esperado do investimento. Suponha que eu estime em $\frac{3}{4}$ a probabilidade de sucesso do plano de investimento, e em $\frac{1}{4}$ a probabilidade de fracasso. Nesse caso, mantendo a hipótese de responsabilidade ilimitada do sócio, posso estabelecer o valor monetário esperado (VE) do investimento na empresa do seguinte modo: $VE = (\frac{3}{4})(\$1.000 + \$1.000) + (\frac{1}{4})(-\$1.200) = \$1.500 - \$300 = \$1.200$. Logo, o valor monetário esperado do investimento na empresa é \$1.200. Ora, esse

31. Aqui estamos pressupondo para fins de simplificação que os títulos do Tesouro Nacional são “risco zero”. Sabemos que na realidade do mercado esses títulos são de um modo geral precificados como trazendo um pequeno risco.

valor monetário é superior ao valor monetário esperado do investimento nos títulos do governo, que, no nosso exemplo, é de apenas \$1.050 (pois $\$1.000 + \$50 = \$1.050$).

5.1.2.2 Noção de aversão ao risco de perda

Tendo calculado o valor monetário esperado de cada opção de investimento, cabe perguntar: será que posso concluir, desde logo, que vale a pena investir na empresa em vez de comprar os títulos do governo? Isso dependerá da minha aversão ao risco.

Suponha que meu patrimônio total seja atualmente de \$2.000. Será que eu ainda assim devo investir \$1.000 na empresa? Provavelmente não. Afinal, se o plano de negócios der certo meu patrimônio total aumentará para \$3.000. Um ótimo aumento – aliás, um extraordinário retorno de 100% sobre o investimento original –, mas considere, por outro lado, o que ocorrerá se o plano de negócios da empresa der errado. No nosso exemplo, a chance de dar errado é de $\frac{1}{4}$, portanto uma chance relativamente pequena, porém nada desprezível. No caso de quebra da empresa, o meu patrimônio passará a ser de apenas \$800, um substancial decréscimo. Como eu tenho receio de sofrer esse substancial decréscimo patrimonial, eu provavelmente comprarei os títulos do Tesouro, com o que meu patrimônio, após um ano, passará a \$1.050.

Esse exemplo simplificado ilustra um ponto importante. Um indivíduo avesso ao risco de perda pode deixar de realizar investimentos com retorno positivo simplesmente por conta do seu receio de perder. Isso ocorre por causa da sua *aversão ao risco* de perda. A aversão ao risco de perda é um conceito da Psicologia com aplicação direta na economia e nas finanças. Ponha-se diante da seguinte situação: alguém lhe oferece uma aposta: escolher um valor certo ou apostá-lo em um jogo de cara ou coroa. Você pode escolher entre receber \$1.000 com certeza ou jogar uma moedinha para cima e receber \$2.000 se der cara, e nada se der coroa. Note que o valor monetário esperado das duas opções é rigorosamente o mesmo (isto é, \$1.000). O que você prefere? Se você for neutro com relação ao risco, estará indiferente entre as duas opções. Se você for avesso ao risco, preferirá receber \$1.000 com certeza a correr um risco de 50% de receber \$2.000 e 50% de não receber nada.³²

A maioria das pessoas é avessa ao risco de perda, ou seja, é cautelosa e tem mais receio de perder dinheiro do que ambição de ganhá-

32. E se você tiver preferência pelo risco, preferirá apostar e ficar com o dobro ou nada.

-lo.³³ Por isso, na maioria dos casos, pessoas e empresas preferem uma perspectiva certa de retorno pecuniário a uma perspectiva incerta de um retorno pecuniário com valor monetário esperado idêntico.

O que explica a aversão ao risco? Uma boa explicação pode ser encontrada no chamado princípio da *utilidade marginal decrescente*. Esse princípio estabelece que cada unidade sucessiva de um determinado bem adiciona menor satisfação (ou “utilidade”) do que aquela proporcionada pela unidade anterior. Por exemplo, se eu possuir um patrimônio de \$2.000, uma renda adicional de \$50 me trará maior satisfação do que a satisfação que esses mesmos \$50 me trariam se meu patrimônio fosse de \$200.000. Da mesma forma, uma perda de \$50 gera muito mais insatisfação (ou “desutilidade”) para o primeiro indivíduo do que para o segundo. Como se vê, o princípio da *utilidade marginal decrescente* é plenamente intuitivo.

Voltemos agora ao nosso exemplo inicial. Falávamos de uma pessoa que contemplava duas alternativas de investimento. O investimento em capital da empresa tinha valor monetário esperado de \$1.200, e o investimento em títulos do governo tinha valor monetário esperado de \$1.050. Abandonemos por instante a análise do que é melhor para esse único indivíduo e pensemos no que é melhor para a sociedade como um todo.

Qual é, do ponto de vista social, a opção preferível – o investimento na empresa ou nos títulos do governo? Certamente o investimento na empresa é socialmente preferível. Afinal, os \$1.000 desse investidor estão empregados de uma maneira mais eficiente na empresa do que nos títulos do Tesouro: na empresa, reiterando, os \$1.000 investidos geram um valor monetário esperado de \$1.200 em vez de apenas \$1.050. O problema é que, como vimos, a aversão ao risco do investidor pode fazer com que ele prefira seguir a opção menos eficiente, isto é, o investimento em títulos do governo.

33. Para uma exposição acessível desse e de outros vieses, cf. Daniel Kahneman, *Thinking Fast and Slow*, New York, Farrar, Straus and Giroux, 2011; sustentando a aplicação de um *paternalismo libertário* a partir do controle de vieses, Richard H. Thaler e Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, New Haven, Yale University Press, 2008; antes, Christine Jolls, Cass R. Sunstein e Richard Thaler, “A behavioral approach to law & economics”, *Stanford Law Review* 50, 1998. Note-se que nem todas as pessoas são avessas a todos os riscos de perda. Por exemplo, um indivíduo muito cauteloso e conservador com seus investimentos financeiros pode ser também um alpinista ou um piloto de carros de corrida – portanto alguém que obtém satisfação justamente por enfrentar o risco de perder a sua própria vida.

5.1.2.3 Incentivos gerados pelo regime de responsabilidade

Como incentivar o investidor a empregar seus \$1.000 da maneira socialmente preferível? A mudança do regime de responsabilidade societária pode ser uma solução. Considere o que ocorre no nosso exemplo estilizado quando se altera o regime de responsabilização de sócio, de responsabilidade ilimitada para limitada. Sob responsabilidade limitada, o valor monetário esperado (VE) do investimento na empresa passa a estar expresso da seguinte forma. $VE = (\frac{3}{4})(\$2.000) + (\frac{1}{4})(-\$1.000) = \$1.500 - \$250 = \$1.250$. Como se vê, sob responsabilidade limitada o valor monetário esperado do investimento na empresa aumenta: sobe de \$1.200 para \$1.250.

Será que esse incremento de \$50 será suficiente para incentivar o investidor a optar pela alternativa socialmente desejável? Talvez sim, talvez não. Tudo depende de qual seja, nas circunstâncias concretas, o chamado “prêmio de risco” exigido pelo investidor para aportar recursos no investimento mais incerto. O prêmio de risco é o retorno financeiro excedente que corresponde à diferença entre a rentabilidade esperada do investimento mais arriscado e a rentabilidade esperada do investimento sem risco. Talvez o investidor necessite de um investimento com valor monetário esperado de pelo menos \$1.250 para aventurar-se a correr os riscos substanciais de perda do seu investimento. Ou, então, talvez o valor de \$1.200 lhe seja suficiente.

O valor do prêmio do risco no caso concreto é uma questão aplicada de difícil mensuração. Para os presentes fins, no entanto, basta sublinhar o ponto conceitual que aqui nos interessa, isto é, o de que a aversão ao risco de perda pode obstar a realização de investimentos socialmente desejáveis, e que a responsabilidade limitada pode funcionar como uma forma de *subsídio implícito* que reduz o custo de capital do investimento pensando os investidores pelo seu prêmio de risco.

5.1.2.4 A limitação de responsabilidade como subsídio implícito

Antes de passar ao próximo ponto, é útil depurar um pouco mais essa noção de “subsídio implícito”. Sabemos que um subsídio é, do ponto de vista econômico, alguma forma de apoio econômico que uma pessoa, organização ou classe concede a outra pessoa, organização ou classe, geralmente com o objetivo de fomentar o desenvolvimento ou expansão de uma determinada atividade.

Frequentemente, os subsídios são concedidos pelo governo para empresas ou organizações envolvidas em um setor ou atividade con-

siderada estratégica. Na seara tributária, por exemplo, os subsídios incluem isenções fiscais para exportação, deduções de pagamentos para importação de bens de capital, entre outros. Empréstimos concedidos com juros inferiores àqueles praticados no mercado, programas de transferência de renda para pessoas pobres ou desempregadas, programas estatais que estabelecem que o governo preferirá comprar bens produzidos nacionalmente e até mesmo a construção de infraestrutura que complementa projetos privados – tudo isso pode, do ponto de vista econômico, ser considerado um subsídio.³⁴

Note que do ponto de vista jurídico o termo “subsídio” costuma ter uma definição bem mais estreita do que a definição econômica que vimos acima.³⁵ Mas neste momento, e para os presentes fins, interessa-nos mais a noção econômica de subsídio. É que a limitação de responsabilidade do sócio pode ser compreendida como um subsídio em sentido econômico, mas certamente não o é sob o ponto de vista jurídico. Alguns subsídios econômicos são diretos, isto é, a facilidade econômica é concedida diretamente ao grupo que se quer estimular; outros subsídios são indiretos, no sentido de que não há uma transferência direta nem de recursos, nem de outros benefícios. O que chamamos aqui de *subsídio implícito* é uma variação da ideia de subsídio indireto. Um subsídio implícito envolve

34. Examinamos a noção econômica de subsídio em Bruno Meyerhof Salama, “Contingent EDIs: a new contractual framework for minimizing the risk of incentive failures”, Working Paper Direito GV 13, 2009, disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2845>>.

35. De particular importância é a definição contida no artigo 1 do Acordo sobre Subsídios e Medidas Compensatórias da Organização Mundial do Comércio (OMC): “Para os fins deste Acordo, considerar-se-á a ocorrência de subsídio quando: (a) (1) haja contribuição financeira por um governo ou órgão público no interior do território de um Membro (denominado a partir daqui ‘governo’), i.e.: (i) quando a prática do governo implique transferência direta de fundos (por exemplo, doações, empréstimos e aportes de capital), potenciais transferências diretas de fundos ou obrigações (por exemplo garantias de empréstimos); (ii) quando receitas públicas devidas são perdoadas ou deixam de ser recolhidas (por exemplo, incentivos fiscais tais como bonificações fiscais); (iii) quando o governo forneça bens ou serviços além daqueles destinados a uma infraestrutura geral ou quando adquira bens; (iv) quando o Governo faça pagamentos a um sistema de fundos ou confie ou instrua órgão privado a realizar uma ou mais das funções descritas nos incisos (i) a (iii) acima, as quais seriam normalmente incumbência do Governo e cuja prática não difira de nenhum modo significativo da prática habitualmente seguida pelos governos; ou (a)(2) haja qualquer forma de receita ou sustentação de preços no sentido do Artigo XVI do GATT 1994; e (b) com isso se confira uma vantagem”. Tradução ao português obtida no site do Ministério da Indústria e Comércio, em <www.mdic.gov.br/arquivos/dwnl_1196686041.doc>, acesso em 27.4.2012. Ver também Seção A do art. XVI do GATT-47.

uma transferência de riqueza entre grupos, mas essa transferência é engendrada estruturalmente pelo sistema jurídico.

Quando o governo estabelece uma isenção fiscal, os contribuintes estão subsidiando um determinado setor ou grupo. Mas dissemos que o regime de responsabilização limitada é uma forma de subsídio implícito, e, por isso, esta pergunta se torna inevitável: quem está implicitamente subsidiando os investidores que se beneficiam da responsabilidade limitada? A responsabilidade limitada reduz o custo de capital de investidores, mas quem está, por assim dizer, pagando a conta?

A responsabilidade limitada não elimina o risco de perda pela empresa, mas transfere perdas econômicas aos credores. Mas essa transferência, em princípio, pode fazer com que os credores exijam retornos mais altos para contratar com a empresa.³⁶ Por exemplo, os bancos poderiam demandar da empresa com responsabilidade limitada juros mais altos do que demandariam de uma empresa com responsabilidade ilimitada.³⁷ Nesse caso, note bem, os retornos adicionais exigidos pelos credores seriam deduzidos dos retornos da empresa, e, por via de consequência, impactariam o lucro da empresa e os retornos dos seus sócios. Simplificando, pode-se dizer apenas que os retornos adicionais exigidos pelos credores reduzem os retornos dos acionistas.

Veja então que situação curiosa. Se os credores da empresa puderem precificar e negociar perfeitamente seus riscos, exigirão de uma empresa com responsabilidade limitada um retorno maior do que aquele que exigiriam de uma empresa com responsabilidade ilimitada. Esse retorno maior compensaria os credores pelo aumento do risco de crédito causado pela limitação da responsabilidade do sócio. Isso reduziria os retornos dos sócios. Assim, a limitação de responsabilidade deixaria de ter o efeito de compensar os sócios pela sua aversão ao risco de perda do investimento. Dito de forma simples, quando os credores conseguem precificar e negociar perfeitamente os seus riscos, a responsabilidade limitada não aumenta o valor monetário esperado dos investimentos.

Há aqui uma conclusão teórica muito interessante: se houvesse um mercado de capitais perfeito em que todos pudessem precificar com

36. Ou então os credores exigirão contratualmente em operações específicas a garantia expressa dos sócios ou de parte deles. Essas garantias, mesmo quando não representam um custo contábil direto dos sócios da empresa (no sentido de que não há um imediato consumo de ativos), representam um custo econômico (no sentido de que surge um potencial risco de haver futuramente uma perda).

37. Alternativamente, os bancos podem exigir uma garantia dos sócios, como, aliás, é muito comum.

exatidão os seus riscos, o valor da empresa não seria alterado pela regra de responsabilização escolhida. Sob responsabilidade *limitada*, os sócios teriam menor risco, mas a empresa também teria menor retorno, e esses valores se cancelariam. Já sob responsabilidade *ilimitada* diminuiriam os riscos dos credores e isso faria com que os retornos da empresa aumentassem. Esse aumento compensaria o aumento do risco de perda dos sócios por conta da ilimitação da responsabilidade. Matematicamente, é possível demonstrar que, se os credores forem perfeitamente compensados, e se o valor dessa compensação for inteiramente retirado da compensação dos sócios, a situação final ficará *elas por elas*: não há nenhuma redução do custo de capital, porque aquilo que os investidores ganham com a limitação de responsabilidade perdem com o aumento dos retornos exigidos pelos credores.

Voltemos então ao ponto original: por que a limitação da responsabilidade pode funcionar como um subsídio implícito ao investimento em negócios? Onde está a *mágica*? Não há mágica, mas custos de transação, isto é, fricções na economia. Os credores nem sempre conseguirão obter os retornos maiores que correspondem ao aumento do seu risco de crédito (gerado pela ilimitação da responsabilidade do sócio).

No Capítulo 7 retomarei o tema em detalhes, mas já adianto o principal ponto. Os credores de empresa podem de um modo geral ser agrupados em dois grupos, os voluntários e os involuntários. Os credores voluntários – fornecedores que vendem a prazo, por exemplo – podem não ter condições técnicas de precificar os riscos ou então podem não ter poder de negociação para exigir aumento de retorno por conta do aumento do seu risco. E os credores involuntários – consumidores que confiam na existência de uma garantia de manutenção dada pela empresa, por exemplo – celebram contratos de adesão e por isso não negociam com a empresa.

Este é então o ponto fundamental: quando não há compensação dos credores, estes arcam com um custo adicional pelo qual não são compensados. Nesse caso, os credores subsidiam implicitamente os investidores. Isso quer dizer, então, que a limitação da responsabilidade de sócio só compensa investidores avessos ao risco quando certos credores os subsidiam implicitamente.

Mas será que esse subsídio é eficiente? Isto é, será que esse subsídio implícito serve ao fim de maximizar a riqueza de toda a sociedade (e não apenas de alguns sócios)? Do ponto de vista econômico a resposta é: *às vezes sim*. A responsabilidade limitada faz com que haja uma parcial transferência do *suporte* do risco de quebra da empresa dos sócios para

os credores. Isto é, se a empresa quebrar, uma proporção significativa das perdas será suportada pelos credores da empresa. Em alguns casos, pode ocorrer que os credores estejam em melhor posição do que os sócios para suportar esse risco de perda.

Três fatores podem justificar a possibilidade de que haja uma vantagem comparativa dos credores no suporte do risco. Em primeiro lugar, os credores podem ter menor aversão ao risco de perda do que os sócios.³⁸ Isso ocorreria porque os credores têm suas perdas limitadas ao valor do crédito, enquanto os sócios, sob responsabilidade ilimitada, poriam em risco todo seu patrimônio.

Em segundo lugar, a vantagem comparativa no suporte do risco por parte dos credores pode decorrer da sua melhor capacidade de se protegerem da quebra da empresa. O governo, por exemplo, ao assumir a posição de credor de tributos, pode ter uma vantagem na comparação com os sócios. É que os sócios geralmente não estão diversificados –

38. Nesse sentido, ver Richard Posner, “The rights of creditors of affiliated corporations”, *University of Chicago Law Review*, v. 43, 1976, pp. 501-502 (notando que “(...) a taxa de juro em um empréstimo é o pagamento não apenas pelo aluguel do capital, mas também pelo risco de que o devedor não retorne o dinheiro emprestado. Pode-se cogitar sobre por que o devedor poderia querer transferir uma parte desse risco de fracasso do negócio para o credor, dado que o devedor precisa compensar o credor por suportar o risco de fracasso do negócio em um grau maior. Há dois motivos pelos quais o credor [em comparação ao devedor] pode ter uma vantagem relativa no suporte de risco. Primeiro, o credor pode estar em uma posição melhor do que o devedor para avaliar o risco. Pode ser mais fácil e, portanto, mais barato para a o banco para avaliar o risco de inadimplência e o valor do crédito do que seria para um acionista, que pode saber muito pouco sobre o negócio em que está investindo. Segundo, o devedor pode ser mais avesso ao risco de perda do que o credor”). Trecho livremente traduzido. Como se vê, essa vantagem do credor na estimação do risco é mais plausível em empresas abertas (listadas em bolsa) do que em empresas fechadas. Em sentido oposto, ainda no contexto da discussão sobre o regime de responsabilidade em empresas abertas, ver Frank Easterbrook e Daniel Fischel, “Limited liability and the Corporation”, *University of Chicago Law Review*, vol. 52, 1985, p. 91 (“Richard Posner sustenta que os credores tenham uma vantagem comparativa no suporte de crédito porque eles são menos avessos ao risco ou têm melhor acesso a informações [sobre a empresa]. Nós achamos que essa posição é implausível. Os credores são geralmente mais avessos ao risco do que os acionistas; se não fosse assim, por que os credores teriam tanto interesse em que os acionistas suportem maior quantidade de risco do negócio? Os credores aceitam uma taxa de retorno inferior em seus investimentos [isto é, em seus empréstimos às empresas abertas] precisamente porque os acionistas perdem primeiro do que os demais interessados; os acionistas tomam mais risco mas têm maiores ganhos se os negócios da empresa vão bem”). Trecho livremente traduzido.

isto é, o investimento na empresa representa uma enorme parte do seu patrimônio. Já o governo é credor tributário de milhares de empresas. Por isso, está mais bem-diversificado e pode suportar melhor inadimplementos pontuais.

Em terceiro lugar, os credores podem ter, em alguns casos, capacidade superior para monitorar o negócio. Esse seria o caso em particular de grandes credores. Bancos, por exemplo, têm longo relacionamento com as empresas, relativo conhecimento de variáveis macroeconômicas que determinam a “ciclicidade” da economia e até algum conhecimento de muitos dos mercados em que atuam seus clientes tomadores de crédito. Por isso, em alguns casos, podem estar em condições de precificar o risco de quebra de seus tomadores de crédito de maneira mais realista e precisa do que os próprios sócios dessas empresas.

Isso é particularmente provável no caso das empresas abertas, porque nestas muitas vezes há separação entre a administração e o controle acionário (isto é, quem controla não administra, e quem administra não controla). Da mesma forma, empregados de alto escalão de empresas, isto é, os administradores e às vezes até os gerentes, podem estar em condição de monitorar o risco da empresa melhor do que os sócios. Até mesmo fornecedores podem, em alguns casos, estar em boas condições para monitorar o risco de solvência de seus clientes.

Tendo visto as razões pelas quais o subsídio implícito da responsabilidade limitada pode ser economicamente eficiente, é preciso fazer uma ressalva importante. Os credores de uma empresa são muito diferentes entre si. Por isso, a limitação de responsabilidade terá não apenas consequências sobre a eficiência do sistema, mas também consequências distributivas importantes.

Isso quer dizer que a limitação de responsabilidade dos sócios é relevante para balizar suas perdas e assim reduzir sua aversão ao risco; disso não há dúvida. Mas a limitação de responsabilidade do sócio afetará diferentemente as diferentes classes de credores. Alguns credores, como os empregados (exceto os empregados graduados), provavelmente serão mais avessos ao risco de perda e bem menos informados do que os sócios, e sobre estes recairão desproporcionalmente os custos do subsídio implícito representado pela limitação de responsabilidade do sócio. Daí a sugestão de que as regras de responsabilização de sócios sejam cuidadosamente determinadas para estabelecer graus diferentes de proteção a diferentes credores, tema a que retornaremos no Capítulo 7 adiante.

5.1.3 Redução dos custos de monitoramento

5.1.3.1 O problema da identidade dos sócios

A limitação da responsabilidade de sócio pode ser vantajosa também por reduzir os custos de monitoramento de investimentos. A ideia básica é a seguinte: quando a responsabilidade de cada sócio está limitada ao valor do capital social, a identidade dos outros sócios é num certo sentido irrelevante. Quer eu me associe com alguém muito rico ou com alguém muito pobre, minha responsabilidade estará inapelavelmente limitada ao valor do capital social que eu subscrevo. O mesmo não ocorre sob responsabilidade ilimitada, porque, nesse caso, eu sei que se o meu sócio é rico ele provavelmente poderá arcar com as perdas geradas pela insolvência da empresa. Mas se o meu sócio é pobre ele não poderá, e, assim, se a empresa quebrar quem arcará com os custos serei apenas eu.

Sob um regime jurídico de responsabilidade ilimitada, portanto, o negócio passa a ser desejável em função não apenas dos seus projetos e perspectivas de rentabilidade, mas também em função da riqueza dos seus sócios. O resultado é que cada sócio terá interesse em monitorar a riqueza dos demais sócios. Quando os sócios empobrecem, o investimento como um todo se torna mais arriscado (já que o sócio rico atua como um fiador implícito dos outros sócios). Daí por que se diz que sob responsabilidade ilimitada as pessoas terão incentivos para despender recursos com o monitoramento de seus sócios.

Vale dizer o seguinte: quanto menor a chance de serem os sócios responsabilizados por dívidas da empresa, tanto menor serão o tempo e o esforço que cada sócio despenderá em monitoramento dos demais sócios. Esses custos de monitoramento são indesejáveis não só por representarem um desperdício, mas principalmente porque sinalizam um aumento da incerteza quanto à possibilidade de perda nos investimentos. Como a riqueza dos sócios é relativamente opaca, investidores avessos ao risco poderão (como medida de cautela) pressupor que a riqueza dos demais sócios seja menor do que ela de fato é. Assim, poderemos concluir que a opacidade da riqueza dos sócios provavelmente levará a uma diminuição generalizada da propensão a investir.

Há ainda outros problemas. Pode ocorrer que um único sócio faça o monitoramento da riqueza dos demais, e cada um deles tente simplesmente se aproveitar – tomar uma “carona” – nos esforços do primeiro. Isso pode levar a um investimento muito baixo no monitoramento, porque cada um dos sócios simplesmente espera que os demais façam o monitoramento e lhes informe ou sinalize de alguma forma a riqueza dos

sócios. Mas pode também ocorrer o fenômeno exatamente oposto, isto é: em vez de um investimento muito baixo em monitoramento, pode haver um esforço muito alto em monitoramento. Isso acontecerá se cada um dos sócios decidir individualmente monitorar os demais sem dividir as informações. Nesse caso, haverá um esforço e gasto com monitoramento que é duplicado ou triplicado e assim por diante.

5.1.3.2 Pequena relevância nas sociedades de pessoas³⁹

O argumento de que a ilimitação de responsabilidade aumenta os custos de monitoramento de investimentos precisa ser qualificado. Há uma diferença importante (e notória) entre as pequenas sociedades de pessoas e as grandes sociedades de capital. Nas primeiras, há uma dimensão relacional importante que serve como uma espécie de “cimento” para empreender, produzir e coordenar esforços. Por conta dessa dimensão relacional, nas pequenas sociedades de pessoas os custos de monitoramento podem ser pouquíssimo importantes. É que essas sociedades são geralmente criadas por pessoas ligadas por laços de família, ou pelo menos de confiança pessoal, senão mesmo de amizade. Isso quer dizer que a identidade e riqueza dos sócios do negócio é um pressuposto para a própria realização do negócio, e o monitoramento da riqueza de cada sócio pelos demais é algo usual. O Direito, aliás, capta essa dimensão relacional dos pequenos negócios com uma expressão bastante elucidativa, a *affectio societatis*.

5.1.3.3 Grande relevância nas sociedades de capital

Mas se os custos de monitoramento são pouco importantes nas sociedades de pessoas, o mesmo não pode ser dito das sociedades de capital. Nos dias de hoje, talvez a sociedade de capital com ações negociadas em bolsa de valores nem sequer pudesse existir sem a responsabilidade limitada de sócio. Nas bolsas de valores, a ausência de limitação de responsabilidade de sócio poderia elevar os custos de monitoramento a tal ponto que o funcionamento de todo o mercado acionário seria inviabilizado. Isso se dá por três motivos, como segue.

5.1.3.3.1 Perda de fungibilidade – Em primeiro lugar, a limitação da responsabilidade permite a negociação impessoal das ações em bolsa.

39. Retomo a discussão sobre a distinção entre sociedades de pessoas e de capital no Capítulo 8.

Repare: sob responsabilidade limitada do sócio, as ações da empresa são fungíveis. Seu valor depende apenas das avaliações de potenciais compradores sobre o atual valor de negociação. Se um investidor acredita que a ação se valorizará ou, pelo menos, que pagará bons dividendos, ele a comprará; no caso contrário, ele a venderá. Assim, a ação vale aquilo que é “precificado” em mercado.

Vendedores tentam vender pelo maior preço possível, e compradores tentam comprar pelo menor preço possível, como em qualquer outro mercado. A cotação da ação (isto é, o preço da última negociação) reflete assim o ponto de equilíbrio entre as forças de oferta e procura em um dado momento. Sob responsabilidade limitada, esse ponto de equilíbrio, isto é, a cotação das ações, leva em conta basicamente as expectativas de rentabilidade futura da empresa. Mas sob um regime jurídico de responsabilidade ilimitada a dinâmica de funcionamento pode ser diferente, porque a cotação das ações passa a depender diretamente da identidade dos demais acionistas.

Para entender por que, suponha que uma companhia tenha três acionistas: A, B e C. Se A for rico, mas B e C forem pobres, eu preferirei comprar as ações de B ou C, mas não de A. Afinal, meu interesse é manter-me como sócio de A. Isso porque A (ao contrário de B e C) está em condições de absorver as dívidas da empresa caso esta se torne insolvente. Ora, se eu prefiro comprar as ações de B e C às ações de A, então as ações de B e C passarão a valer mais do que as ações de A. O resultado será surpreendente: as ações da mesma companhia terão cotações diferentes a depender do seu titular!

Em outras palavras, sob responsabilidade ilimitada as ações tornam-se infungíveis nos mercados de bolsa. A infungibilidade das ações provavelmente traria uma série de problemas para o funcionamento do mercado de capitais: presumivelmente, ao contrário do que ocorre hoje, os compradores teriam que negociar com cada vendedor separadamente; as ações dadas em garantia em outras operações financeiras oscilariam sua cotação em função de outras negociações; e cada acionista teria interesse em investir no monitoramento da situação patrimonial dos outros sócios.

5.1.3.3.2 Distorção dos efeitos da informação pública – Em segundo lugar, a ilimitação de responsabilidade do sócio pode tornar impossível que se visualize os efeitos das informações públicas sobre o preço em bolsa das ações da empresa. Sob responsabilidade limitada, as cotações em bolsa de valores das ações podem flutuar em função principalmente das informações e expectativas acerca da rentabilidade

futura da empresa. Mas considere o que aconteceria se a cotação oscilasse em função das informações e expectativas acerca da riqueza dos acionistas. Se um acionista muito rico se tornasse insolvente, as ações dos demais acionistas tenderiam a imediatamente passar a valer menos – e isso independentemente da saúde financeira da empresa. Afinal, com a insolvência do acionista rico, os demais acionistas estariam, desde logo, correndo o risco de terem que arcar com dívidas da quebra da empresa caso esta um dia viesse a ocorrer. Logo, suas ações presumivelmente se desvalorizariam.

Um “efeito colateral” de um estado de coisas como esse provavelmente seria o de que a atividade de regulação de mercados de capitais se veria largamente frustrada. Os reguladores dos mercados de bolsa – e isso também é verdade para a nossa Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – esforçam-se para estabelecer regras que permitam que a cotação das ações reflita a informação pública disponível. Daí por que, por exemplo, no Brasil as empresas que emitem ações precisam criar prospectos bastante completos sobre seus negócios, e por que o *insider trading* esteja proibido.⁴⁰ Ocorre que a infungibilidade das ações gerada pela ilimitação da responsabilidade criaria um obstáculo para a transparência do mercado acionário.

Note bem: uma coisa é acreditar doutrinária ou dogmaticamente na chamada *Hipótese de Eficiência de Mercado*, isto é, na hipótese (bastante controversa) de que os preços das ações possam realisticamente refletir as informações relevantes disponíveis sobre um determinado ativo em um mercado eficiente.⁴¹ Outra coisa, muito diferente, é aberta

40. Lei 6.404/1976, art. 82: “A constituição de companhia por subscrição pública depende do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, e a subscrição somente poderá ser efetuada com a intermediação de instituição financeira. § 1º. O pedido de registro de emissão obedecerá às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e será instruído com: a) o estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento; b) o projeto do estatuto social; c) o prospecto, organizado e assinado pelos fundadores e pela instituição financeira intermediária. § 2º. A Comissão de Valores Mobiliários poderá condicionar o registro a modificações no estatuto ou no prospecto e denegá-lo por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores”. E, ainda, art. 157, § 4º: “Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.

41. A principal implicação da Hipótese de Eficiência de Mercado é a de que, em mercados eficientes, será impossível distinguir os investimentos lucrativos dos

e deliberadamente adotar um regime jurídico que aumente a opacidade no funcionamento do sistema de cotação de ações em bolsa de valores.

5.1.3.3.3 *Disciplina do mercado sobre administradores* – Em terceiro lugar, a infungibilidade das ações causada pela ilimitação da responsabilidade de acionistas dificulta o funcionamento do que pode ser referido como a *disciplina do mercado sobre os administradores das sociedades abertas*. Nas empresas abertas, a cotação das ações em mercado serve como um referencial importante para o desempenho dos administradores. Quando estes fazem uma boa gestão, as perspectivas de lucro da empresa tendem a melhorar, e a cotação das ações tende a subir; mas quando a gestão é ruim, as perspectivas de lucro tendem a piorar, e a cotação das ações tende a cair.

Quando cai a cotação das ações, os acionistas experimentam uma redução no valor de seu patrimônio. Nesse caso, é comum que os acionistas controladores optem por destituir os atuais administradores e por nomear novos que tenham planos de trabalho considerados mais arrojados para enfrentar a concorrência, mais apropriados para lidar com um novo cenário econômico ou simplesmente diferentes dos planos dos administradores anteriores. Isso quer dizer que a cotação das ações em bolsa de valores funciona como um barômetro para orientar os acionistas no seu julgamento dos administradores das empresas. O problema é que, no momento em que as ações se tornam infungíveis, esse *barômetro* já não mais estará disponível.⁴²

5.1.4 *Facilitação das transferências eficientes de controle*

Tendo analisado as vantagens da limitação de responsabilidade de sócio decorrentes (i) da possibilidade de diversificação de investimentos, (ii) da viabilização de investimentos por investidores avessos ao risco de perda e (iii) da redução dos custos de monitoramento dos investimentos, passo à quarta e última vantagem, a saber, (iv) a facilitação das transferências eficientes de controle de empresas.

A incerteza gerada pela ilimitação da responsabilidade do sócio pode obstar transferências eficientes de controle. Para entender o argu-

mento e por que ele importa, é preciso primeiro definir o que seja uma transferência eficiente de controle. *Grosso modo*, uma transferência de controle societário será eficiente quando o novo controlador puder tornar a empresa mais produtiva. O novo controlador pode fazê-lo, por exemplo, transferindo à empresa tecnologia, capitalizando-a, melhorando suas práticas de gestão, inserindo-a em uma cadeia de produção com outras empresas ou internacionalizando-a.

Um adquirente compra o controle de uma empresa a partir de uma avaliação do seu valor: compra-se aquilo que *vale a pena*, que vale o preço. Para realizar tal avaliação, o investidor pode valer-se de uma série de técnicas, a mais comum delas sendo a avaliação de *fluxo de caixa descontado*. Independentemente da técnica de avaliação utilizada, é certo que a avaliação faz inferências a respeito dos possíveis resultados dos investimentos. Trata-se, portanto, de estimar eventos futuros.

Para realizar tais estimativas, é preciso avaliar e atribuir uma probabilidade de ocorrência às futuras contingências dessa empresa, ao provável desenvolvimento do mercado, à evolução da macroeconomia do país e assim por diante. Como se vê, todo esse processo de estimação de eventos futuros é evidentemente tentativo. Também por isso, no caso de venda de controle societário, o adquirente geralmente realiza também uma auditoria legal e contábil na empresa-alvo. Ademais, é comum que os contratos de transferência de controle de empresas prevejam obrigações dos vendedores de indenizar os compradores caso, por exemplo, as demonstrações financeiras não reflitam adequadamente o balanço contábil da empresa ou caso surjam novas contingências que se tenham originado em fatos ocorridos antes da transferência do controle.

O ponto que aqui nos interessa é que a limitação da responsabilidade do sócio ao valor do capital social funciona como uma baliza para os prejuízos do adquirente. Os negócios da empresa adquirida podem soçobrar, o balanço elaborado pelo vendedor pode ter sido fajuto e a indenização ou multa posteriormente devida pelo vendedor pode não ser paga. Ou seja, na compra da empresa, tudo pode dar errado. Mas sob um regime de responsabilidade limitada o adquirente conhece, pelo menos, o “teto” (isto é, o valor máximo) das suas perdas. E esse teto, como se vê, é o valor do seu investimento original. Nada mais será perdido além do valor aportado para a compra da empresa.

Sob um regime de responsabilidade ilimitada, por outro lado, esse limite das perdas é incerto. Isso causará um aumento do *prêmio de risco* exigido pelo comprador, e, por consequência, o preço que o comprador

42. Aqui temos, na verdade, outro desdobramento de um problema que já apontamos, a saber, o de que sob responsabilidade ilimitada as cotações não refletem os efeitos das informações públicas sobre as cotações das ações.

estará disposto a pagar será menor.⁴³ Essa redução no preço ofertado para a compra (gerada pela insegurança dos potenciais adquirentes) pode fazer com que muitas transferências de controle eficientes deixem de ocorrer. Isso quer dizer que a responsabilidade limitada facilita, e pode mesmo ser necessária, para permitir a livre transferência de controle societário.

A questão não é nada trivial. Imagine, por exemplo, o caso de uma empresa economicamente viável, mas atravessando problemas de falta de liquidez e com sócios sem condições ou interesse de capitalizá-la. Essa empresa poderia ter o seu controle vendido para um comprador com interesse em saneá-la financeiramente. Mas o adquirente, como é comum, não está bem certo da extensão exata das dívidas da empresa-alvo. Por isso, pode optar por não adquirir o controle da empresa caso se veja diante do risco de ter que arcar com passivos futuros desconhecidos. A ilimitação de responsabilidade de sócio, nesse caso, terá potencializado os problemas de assimetria de informações entre compradores e vendedores. O resultado concreto pode ser a não realização da transferência do controle e a quebra da empresa.

A não realização de uma transferência eficiente de controle causa aquilo que em finanças se chama de *destruição de valor* – ou de perda de uma *oportunidade de criação de valor*, o que dá na mesma. Não há como desenvolver o tema aqui, mas adianto que o “jogo” econômico de compra e venda de ações e quotas de empresas não é (de um modo geral) um jogo de soma zero: a mobilização da propriedade de empresas pode impulsionar o crescimento econômico e o desenvolvimento social.⁴⁴ Muito resumidamente, e correndo o risco de tratar de modo trivial um tema de todo complexo, pode-se dizer que sem criação de valor não há crescimento econômico, e é bem certo que sem crescimento econômico não há desenvolvimento social, geração de renda e de empregos.⁴⁵

43. Para uma discussão do conceito de “prêmio de risco”, ver item 5.1.2.3.

44. Na teoria econômica, um jogo de soma zero é aquele em que o ganho de um agente equivale à perda dos demais agentes. Isto é, somente há uma batalha distributiva, mas as interações não geram excedentes. Por exemplo, o xadrez é um jogo de soma zero: a perda de um equivale ao ganho do outro (a não ser que você considere também o ganho em treinamento de cada um, porque nesse caso cada jogo poderá ser visto como um jogo de soma positiva – após o jogo, os dois jogadores saem melhor do que entraram). O comércio internacional é um exemplo clássico de jogo de soma positiva, porque com a especialização cada país pode produzir os bens em que possui vantagens relativas.

45. A recíproca, por outro lado, pode não ser verdadeira: nem sempre que houver crescimento econômico haverá desenvolvimento. Cf. analisei em Bruno

5.2 Desvantagens econômicas

Tendo considerado as vantagens da limitação de responsabilidade de sócio, convém também examinar suas desvantagens. O grande desafio para o defensor de um regime de limitação da responsabilidade do sócio é justificar por que perdas da empresa devem ser suportadas por credores e não pelos sócios.

Para tratar do tema de modo organizado, pode-se começar apontando que o risco é um elemento-chave em qualquer empreendimento econômico. O risco é, aliás, um subproduto de basicamente qualquer atividade socialmente benéfica, inclusive dirigir, conduzir procedimentos médicos, abrir uma empresa ou aceitar uma oferta de trabalho. A questão básica na definição de um regime de responsabilidade é de alocação do risco de perda nos negócios da empresa. Quem deve suportá-lo? Os credores ou os sócios?

As desvantagens de um regime de limitação da responsabilidade do sócio estão ligadas, então, às desvantagens de alocar os riscos de perda da empresa aos credores em vez dos sócios. Essas desvantagens podem ser resumidas a basicamente três circunstâncias: a viabilização de investimentos socialmente ineficientes (item 5.2.1), o incentivo ao baixo investimento em precaução (item 5.2.2) e a possibilidade de utilização da pessoa jurídica de responsabilidade limitada como escudo para a realização de fraudes (item 5.2.3). Vejamos cada uma delas separadamente.

5.2.1 Viabilização de investimentos socialmente ineficientes

Um regime de responsabilidade limitada é, como vimos, indutor de investimentos em empresas. Mas daí não decorre que todo investimento viabilizado pela limitação da responsabilidade do sócio seja eficiente. Ao contrário, alguns investimentos geram mais custos do que benefícios, e, no entanto, podem ser possibilitados justamente por conta do incentivo ao investimento representado pela limitação de responsabilidade do sócio. Em sua formulação mais provocativa, essa primeira desvantagem da responsabilidade limitada se articula assim: a limitação da responsabilidade induz a realização de investimentos que não deveriam ocorrer.

Meyerhof Salama, “Sete enigmas do desenvolvimento em Douglass North”, cit., in *Desenvolvimento e Estado de Direito*, pp. 21-58. Republicado em *Economic Analysis of Law Review*, vol. 3, n. 1, 2011. Retomo o tema da relação entre crescimento econômico e desenvolvimento no Capítulo 9.

Examino esse argumento, inicialmente, esclarecendo o conceito econômico de eficiência. A seguir, explico como a responsabilidade limitada pode induzir investimentos ineficientes. Por fim, concluo com uma ponderação sobre a real gravidade do problema.

5.2.1.1 O conceito econômico de “eficiência”

O termo “eficiência” vem aos poucos caindo no jargão do profissional do Direito sem que, no entanto, se considere com algum cuidado seu sentido. O que é “eficiência”? Na economia, o termo possui diversas acepções, duas das quais são particularmente relevantes: a eficiência Paretiana e a eficiência de Kaldor-Hicks.⁴⁶

A noção de eficiência Paretiana constrói-se comparativamente, sempre a partir do conceito de “melhora”,⁴⁷ da seguinte forma: dada uma gama de possíveis alocações de benefícios (ou renda, ou recursos), uma alteração que possa melhorar a situação de pelo menos um indivíduo, sem piorar a situação de nenhum outro indivíduo, é chamada de “melhora de Pareto”. Uma alocação será eficiente no sentido de Pareto quando não for possível realizar novas melhoras de Pareto no sistema.⁴⁸

46. Discuti o conceito de eficiência em duas outras obras, a saber, Bruno Meyerhof Salama, “Introdução”, in *Direito e Economia. Textos Escolhidos*, São Paulo, Saraiva, 2010, e “A história do declínio e queda do eficientismo na obra de Richard Posner”, in Maria Lúcia L. M. Padua Lima, *Trinta Anos de Brasil: Diálogos entre Direito e Economia*, São Paulo, Saraiva, 2012. Uma referência clássica sobre o assunto é Richard A. Posner, “The ethical and political basis of the efficiency norm in common law adjudication”, *Hofstra Law Review* 8, 1980, pp. 487-508; no mesmo volume, cf. Ronald Dworkin, *Why Efficiency? A Response to Professors Calabresi and Posner*, pp. 563-580 (esse último, um dos textos que motivará, notadamente a partir de 1990, a “conversão” de Posner ao pragmatismo jurídico). Uma boa introdução sobre o tema voltada especificamente a profissionais do Direito pode ser encontrada em Ivo T. Gico Jr., “Metodologia e epistemologia da análise econômica do Direito”, *Economic Analysis of Law Review*, vol. 1, n. 1, 2010, pp. 7-32.

47. O italiano Vilfredo Pareto concebera o conceito de “melhora” como uma forma de resolver o principal problema prático do utilitarismo – a impossibilidade de mensuração de felicidade. Geralmente, a única forma de constatar a existência de uma “melhora” de Pareto é demonstrando que todos os envolvidos consentiram com a mudança.

48. É também comum traçar uma distinção entre a otimalidade de Pareto “forte” e a otimalidade de Pareto “fraca”. A otimalidade forte define um critério rígido segundo o qual qualquer realocação ou mudança deve ser rigorosamente preferida por todos os indivíduos (significando que todos devem ganhar com tal realocação ou mudança). Já a otimalidade fraca define um critério mais flexível, segundo o qual

Da perspectiva paretiana, portanto, uma situação será eficiente se, e somente se, nenhum indivíduo puder melhorar sua situação sem fazer com que pelo menos outro indivíduo piore a sua.⁴⁹ A chamada “ética de Pareto” está, então, fundada na ideia de que somente mudanças sociais (inclusive jurídicas) que não causem perdas a ninguém serão aceitáveis. Já que não há “perdedores”, é sempre muito difícil argumentar contrariamente a uma melhora paretiana. Por isso, num certo sentido, o critério de eficiência paretiano é muito conveniente ao profissional do Direito: afinal, o contrato e o consenso talvez ainda correspondam às nossas mais arraigadas intuições de moral e justiça. Se todos estão de acordo – ou, pelo menos, se ninguém está sendo prejudicado –, então é justo.

Em dois outros sentidos, no entanto, o critério de eficiência paretiano não é nada conveniente. Em primeiro lugar, a sua aplicação não trará consequências necessariamente desejáveis. A noção de que uma situação seja eficiente *se nenhum indivíduo puder melhorar sua situação sem fazer com que pelo menos um outro indivíduo piore a sua* não tem necessariamente um aspecto socialmente aceitável. Por exemplo, teoricamente a concentração de todos os recursos da sociedade em um único agente seria eficiente no sentido de Pareto, porque qualquer realocação deixaria esse único detentor de bens em uma situação pior.

Em segundo lugar, o critério paretiano não é prático. Quase nenhuma mudança (por exemplo, uma mudança legislativa) será possível quando se exige unanimidade. E isso é uma limitação prática muito séria à utilização da eficiência paretiana como guia tanto de políticas públicas quanto da construção jurídica.

Por isso, na teoria econômica a eficiência de Pareto se completa com outra noção, o chamado critério (ou compensação) de Kaldor-Hicks. Tal critério busca superar a restrição imposta pela eficiência de Pareto. Por esse critério, o importante é que os “ganhadores” possam potencialmente compensar os “perdedores”, mesmo que efetivamente não o façam. Desse modo, ele permite que mudanças sejam feitas ainda que haja perdedores: basta que os ganhos dos vencedores superem as perdas dos perdedores. Como se vê, na prática o critério de Kaldor-Hicks

a realocação ou mudança será ótima se for fortemente preferida por pelo menos um indivíduo (que ganha com a nova configuração) e fracamente preferida por todos os demais (que não ganham nem perdem, estando portanto indiferentes).

49. Aqui, a noção de melhora é subjetiva e diz respeito às preferências de cada indivíduo; ou seja, um indivíduo melhora quando ele prefere uma nova configuração, qualquer que seja ela.

traduz-se na ideia de aumentar o tamanho do “bolo”, independentemente da distribuição dos seus “pedaços”.⁵⁰

Ora, pelo critério de Pareto esses “perdedores” teriam que ser de fato compensados, de modo que *deixassem de perder*. Mas pelo critério de Kaldor-Hicks basta que essa compensação seja possível, mesmo que de fato não ocorra. Na prática, portanto, o critério de eficiência de Kaldor-Hicks se aproxima de uma ideia bastante intuitiva de eficiência, de maximização da riqueza e bem-estar e de minimização de custos sociais. Sob essa ótica, um processo será considerado eficiente se não for possível aumentar os benefícios sem também aumentar os custos.

É com esse critério de eficiência – o de minimização de custo social – que pretendo retomar a análise que vinha conduzindo da responsabilidade limitada. O que torna, então, um investimento feito por uma empresa “eficiente”?

Da perspectiva que aqui adoto, um investimento eficiente é aquele que gera a maior quantidade agregada de riqueza, ao menor custo social possível. O investimento de uma empresa é eficiente quando os recursos da empresa forem destinados ao seu melhor uso. E anote: o investimento eficiente não é simplesmente aquele que gera maior produção ou lucro para a empresa. Ao contrário, investimento eficiente é aquele que gera maior riqueza para toda a sociedade. Por exemplo: um investimento que gere \$1.000 de lucro para a empresa, mas \$2.000 em danos ambientais, não será eficiente. Tampouco será eficiente um investimento que gere \$1.000 de lucro para a empresa, mas \$2.000 de perdas para seus empregados ou demais credores. E assim por diante.

5.2.1.2 Ilustração de investimento ineficiente

Uma das desvantagens da responsabilidade limitada é que ela pode induzir investimentos ineficientes. Para entender por que, retomo um

50. Pode-se ilustrar o sentido do critério de Kaldor-Hicks com um exemplo de uma circunstância recente ocorrida na cidade de São Paulo. A prefeitura proibiu a colocação de grandes cartazes de propaganda expostos ao público. Houve perdedores – isto é, pessoas para quem a mudança legislativa representou uma piora, não uma “melhora” – e disso não resta dúvida, porque várias pessoas perderam seus empregos e outras tantas perderam seus negócios. Por outro lado, o sólido apoio da população à nova legislação e a reeleição do prefeito responsável por tal mudança sugerem que os ganhos do restante da população (os ganhadores) provavelmente tenham excedido em muito as perdas do grupo de perdedores. Discuto esse exemplo em Bruno Meyerhof Salama, “A história do declínio e queda do eficientismo na obra de Richard Posner”, cit., in Maria Lúcia L. M. Padua Lima, *Trinta Anos de Brasil: Diálogos entre Direito e Economia*.

exemplo ilustrativo que apresentei no item anterior. Pusemo-nos diante de um caso de uma pessoa que pondera investir \$1.000 em uma empresa ou em títulos do Tesouro. Naquele exemplo, havia uma chance de $\frac{3}{4}$ de sucesso do investimento na empresa. Para simplificar, supusemos que o sucesso da empresa, se ocorresse, geraria ao investidor um retorno adicional de \$1.000. Supusemos também que havia uma chance de $\frac{1}{4}$ de fracasso do investimento. Nessa hipótese, haveria perda total do investimento. Além disso, a empresa teria um passivo descoberto. Por isso, sob responsabilidade ilimitada, o investidor teria ainda que aportar \$200 adicionais para saldar dívidas em aberto da empresa.

No exemplo em tela, o valor monetário esperado do investimento na empresa se media, então, da seguinte forma: $VE = (\frac{3}{4})(\$1.000 + \$1.000) + (\frac{1}{4})(-\$1.000 - \$200) = \$1.500 - \$300 = \1.200 . Por outro lado, dissemos que o investimento em títulos do governo renderia 5%, com chance de 100%. Logo, o valor monetário esperado desse investimento em títulos do governo era de \$1.050. Chegava-se, assim, ao seguinte: o valor monetário esperado do investimento na empresa era de \$1.200; o valor monetário esperado do investimento em títulos do tesouro era de \$1.050. Com isso, sabíamos que a opção eficiente era o investimento na empresa. Em outras palavras, nesse exemplo, era na empresa (e não nos títulos do governo) que os \$1.000 disponíveis para investimento seriam empregados da forma mais eficiente.

Por outro lado, notamos também que o investidor poderia acabar optando pelo investimento em títulos, que era a opção menos eficiente. Isso, por conta da sua aversão ao risco de perda. Afinal, os títulos do governo eram mais seguros, apesar de menos rentáveis. Uma possível solução que aventamos seria mudar o regime de responsabilidade societária. Sob responsabilidade limitada, como vimos, o sócio não correria o risco de ter que contribuir valores adicionais para saldar dívidas da empresa após a quebra. Logo, o valor monetário esperado do investimento na empresa subia de \$1.200 para \$1.250. A limitação de responsabilidade poderia então funcionar como uma forma de subsídio implícito que reduziria o custo de capital do investimento compensando os investidores pelo seu “prêmio de risco”.

Tudo isso é verdade; porém, há também o “reverso da medalha”. O *subsídio implícito* representado pela limitação da responsabilidade do sócio pode funcionar também para que sejam realizados projetos com valor monetário esperado negativo.

Com números o raciocínio fica mais claro. Mudemos um pouco os parâmetros do nosso exemplo numérico. Suponha que a chance de

o plano de negócios da empresa dar certo seja de 70%, em vez de $\frac{3}{4}$. Pergunta-se: qual é o investimento eficiente? O investimento em capital na empresa ou a compra dos títulos do governo? Para responder, novamente é necessário comparar os valores monetários esperados em cada caso. No caso do investimento na empresa, $VE = (70\%)(\$2.000) + (30\%)(-\$1.200) = \$1.400 - \$360 = \$1.040$. No caso do investimento nos títulos do governo, $VE = \$1.050$. Isso quer dizer que o investimento na empresa, sob os novos parâmetros, é ineficiente. Isto é, do ponto de vista econômico, a sociedade está melhor caso o investimento seja feito em títulos do governo.

Como procederá, no entanto, o investidor? Sob responsabilidade ilimitada, ele arcará com todos os custos do investimento (inclusive as perdas da empresa após sua insolvência, caso esta ocorra). Como o valor monetário do investimento na empresa ($\$1.040$) é inferior ao valor monetário do investimento em títulos do governo ($\$1.050$), ele optará por investir em títulos do governo (evidentemente, aqui estou pressupondo uma capacidade de cálculo bastante irreal; explicarei por que e quando usar esse raciocínio numérico é razoável mais adiante e também no Capítulo 7). De todo modo, o ponto é que, sob os parâmetros agora utilizados, é eficiente que o investimento ocorra em títulos do governo. Isso quer dizer que um regime de responsabilidade ilimitada estará dando incentivos corretos para o investidor.

Mas note o que ocorre com os números quando se altera o regime de responsabilidade do sócio. Sob responsabilidade limitada, o valor monetário esperado do investimento na empresa passa a medir-se do seguinte modo. $VE = (70\%)(\$2.000) + (30\%)(-\$1.000) = \$1.400 - \$300 = \$1.100$. Esse valor é novamente superior ao valor monetário esperado do investimento em títulos do governo. (Repare que o que está ocorrendo é simplesmente que os credores da empresa arcarão com o passivo em aberto da empresa, isto é, não poderão processar os sócios.) Isso quer dizer que, sob responsabilidade limitada, um investimento socialmente ineficiente provavelmente será feito. E quem “pagará a conta”, por assim dizer, são os credores da empresa.

5.2.1.3 Ponderação sobre a gravidade do problema

O que dissemos acima se resume ao seguinte. Um investidor avesso ao risco (a maioria dos investidores o são) exigirá sempre algum *prêmio de risco* para investir em um negócio. A limitação de responsabilidade pode ser necessária justamente porque oferece ao investidor tal prêmio

de risco. Mas, por outro lado, em alguns casos a responsabilidade limitada poderá também viabilizar investimentos socialmente ineficientes. Isto é, investimentos que deixam a sociedade mais pobre, em vez de mais rica. Tudo isso quer dizer que a responsabilidade limitada pode ensejar investimentos eficientes ao compensar investidores por sua aversão ao risco de perda, mas também pode, dependendo das circunstâncias, viabilizar investimentos ineficientes quando permite que sejam realizados investimentos cujo custo social esperado é muito elevado em comparação ao benefício social esperado.

Cabe, no entanto, ponderar. O que é mais provável: que a responsabilidade limitada sirva para viabilizar investimentos eficientes ou que sirva para viabilizar investimentos ineficientes? Como uma observação geral, parece-me bem mais provável que a responsabilidade limitada sirva com maior frequência para viabilizar investimentos eficientes.

Há ampla evidência de que a aversão ao risco seja um fenômeno real. Uma das mais robustas observações da chamada “economia comportamental” é a de que as pessoas têm um “viés de aversão à perda” (fenômeno referido na literatura especializada como *loss aversion*).⁵¹ Alguns estudos sugerem que as perdas são até duas vezes mais intensas do ponto de vista psicológico do que os ganhos. Daí o chamado “efeito dotação” (ou *endowment effect*), isto é, a observação de que as pessoas geralmente exigem muito mais para desfazer-se de algo que já possuem do que estariam dispostas a pagar para adquirir o mesmo bem quando

51. A *economia comportamental* integra fatores sociais, cognitivos e emocionais para entender as escolhas e decisões econômicas das pessoas. Embora ainda haja um longo caminho a ser percorrido, nas últimas três décadas a pesquisa sobre como as pessoas tomam decisões econômicas evoluiu. A economia comportamental sustenta, por um lado, que erros cognitivos e distorções motivacionais podem levar as pessoas a se comportarem de forma distinta daquela prevista por modelos rígidos de escolha racional maximizadora de preferências. Mas, por outro lado, sustenta que esse comportamento divergente não é nem totalmente imprevisível, nem totalmente irracional. Ao contrário, em muitos casos pode ser compreendido e em parte até modelado. Sobre o tema, vide Richard Thaler, *Quasi-Rational Economics*, London, Sage, 1994; John Conlisk, “Why bounded rationality?”, *Journal of Economic Literature* 34, 1996; Christine Jolls, Cass R. Sunstein e Richard Thaler, “A behavioral approach to law & economics”, cit., *Stanford Law Review* 50; Richard H. Thaler e Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, cit.; e, por último, Daniel Kahneman, *Thinking Fast and Slow*, cit. Uma coleção útil dessa literatura pode ser obtida em Max H. Bazerman et al., *Environment, Ethics, and Behavior: the Psychology of Environmental Valuation and Degradation*, New York, Jason Aronson, 1998.

não o possuem.⁵² Isso sugere que a aversão ao risco seja um fator realmente sério; sério a ponto de se tornar empecilho concreto aos investimentos em empresas.

Um ponto adicional é o de que a aversão ao risco de perda seria tanto maior quanto menor fosse o valor do investimento em comparação ao patrimônio do investidor. Isso significa que indivíduos mais ricos interessados em diversificar investimentos ou em arriscar uma parcela de seu patrimônio no financiamento de atividades arriscadas ou inovadoras tenderiam a ser desproporcionalmente afetados pela ilimitação da responsabilidade.

O problema não é tanto a proteção dos investidores ricos, senão o incentivo ao emprego de suas riquezas de forma produtiva, e no nosso país (em vez de no exterior, onde a limitação de responsabilidade pode em alguns casos tornar o investimento mais seguro). Daí por que, reiterando, o fenômeno da aversão à perda sugere fortemente que a responsabilidade limitada possa realmente ser importante para viabilizar investimentos eficientes.

5.2.2 Baixo investimento em precaução

Em alguns casos, a limitação de responsabilidade pode incentivar o baixo investimento em precaução de acidentes. Para ilustrar o ponto, aqui utilizo um exemplo numérico que gira em torno dos incentivos para investimento em precaução de acidentes em um parque de diversões.

5.2.2.1 Investimentos eficientes em precaução

Periodicamente ocorrem acidentes em parques de diversão, e esses acidentes causam danos. Para ilustrar os argumentos que pretendo trazer a esse respeito, suponha que cada acidente cause danos totais no valor de \$100.000. Suponha, também, que o parque tenha que optar entre a compra de dois sistemas de manutenção dos seus equipamentos. O primeiro sistema é mais simples e custa \$1.000. O segundo sistema é mais sofisticado e efetivo, porém custa o dobro, isto é, custa \$2.000. Suponha,

52. Por exemplo, em um experimento as pessoas exigiram um preço muito mais alto para se desfazerem de uma xícara de café que lhes fora anteriormente dada, mas se dispuseram a pagar bem menos por uma xícara que não possuíam. Essa observação importa porque é inconsistente com a teoria econômica neoclássica que sugere que a disposição de uma pessoa para pagar por um bem é igual à compensação que exige para se desfazer de um bem idêntico.

ademais, que com o sistema mais simples a probabilidade de ocorrerem acidentes seja de 3%, mas com o sistema mais caro a probabilidade caia para 1%.

Tem-se então o seguinte: o valor monetário esperado dos acidentes com o sistema mais simples é \$3.000. Afinal, $VE = (3\%)(-\$100.000) = -\3.000 . (Reiterando, isso quer dizer que cada acidente causará \$100.000 em danos; mas como a probabilidade de ocorrência do acidente é de 3%, o valor monetário esperado dos acidentes é de apenas \$3.000.) Já o valor monetário esperado dos acidentes com o sistema mais sofisticado corresponde a uma perda de \$1.000. Afinal, $VE = (1\%)(-\$100.000) = -\1.000 . (Da mesma forma, o valor monetário esperado do dano corresponde ao valor do dano multiplicado pela sua probabilidade de ocorrência.)

Pergunta-se: nessas circunstâncias, qual dos sistemas de manutenção é socialmente eficiente? Para responder, é preciso comparar o custo social dos acidentes em cada um dos casos.⁵³ No nosso exemplo numérico, o custo social corresponde à soma do custo de prevenção ao valor monetário esperado dos acidentes. Assim, se o parque utilizar o sistema de prevenção mais simples e barato, o custo social será de $\$1.000 + \$3.000 = \$4.000$. Já se o parque utilizar o sistema de prevenção mais caro e efetivo, o custo social será de $\$2.000 + \$1.000 = \$3.000$. Conclusão: sob os parâmetros em questão, é socialmente eficiente que o parque invista no equipamento mais sofisticado.⁵⁴

Uma outra forma de enxergarmos o problema (e chegarmos à mesma conclusão) é a seguinte. No exemplo em tela, com um investimento adicional em precaução de \$1.000 reduz-se em \$2.000 o valor monetário esperado dos acidentes. Logo, esse investimento adicional em precaução é eficiente, porque gera mais benefícios do que custos. De qualquer forma, nesse exemplo pode-se afirmar com certeza que a opção socialmente eficiente é aquela em que o parque investe no sistema mais caro de manutenção, porque é com esse sistema que o custo social é minimizado.

53. Em economia, a discussão clássica da noção de *custo social* está em Ronald Coase, "O problema do custo social", in Bruno M. Salama (org.), *Direito e Economia: Textos Escolhidos*, São Paulo, Saraiva, 2010, pp. 59-112.

54. Isso não quer dizer que o sistema mais sofisticado seja sempre o mais eficiente. Por exemplo, se o sistema mais sofisticado diminuisse a probabilidade de acidentes de 3% para apenas 2.5%, o custo social com o equipamento mais sofisticado seria de $\$2.000 + \$2.500 = \$4.500$. Logo, seria mais eficiente investir no equipamento mais barato.

5.2.2.2 Custo total e custo privado

Eis, então, o problema: os sócios do parque não pautam seus investimentos em manutenção pelo custo social total, mas sim pelo seu custo privado. Por isso, pode acontecer que optem pela opção socialmente ineficiente, ou seja, o sistema de manutenção mais simples e barato. Um dos fatores que pode levá-los a proceder dessa forma é o regime de responsabilização empresarial.

Para entender por que, vamos prosseguir na discussão do exemplo ilustrativo. Suponha que ocorra um acidente no parque de diversões, que as vítimas sofram perdas de \$100.000 e que pleiteiem judicialmente indenização por tal valor. Pode acontecer que o parque não disponha de \$100.000 e vá, portanto, à falência.⁵⁵ Sabedores disso, no momento da sua decisão de compra do sistema de manutenção os sócios ver-se-ão diante de duas alternativas.

A primeira é adquirir o sistema de manutenção mais caro de modo a minimizar as chances de falência do parque e a maximizar as chances de sobrevivência econômica do parque no longo prazo. A segunda alternativa é investir no sistema de manutenção mais barato, aumentar seus lucros de curto prazo e, por assim dizer, “jogar com a sorte”:⁵⁶ torcer para que acidentes não ocorram.⁵⁷ Repare que, se os acidentes não ocorrerem, os lucros dos sócios permanecem sendo altos e o parque continua funcionando. Mas se os acidentes ocorrerem, os lucros já lhes terão sido

55. Na prática, podem acontecer duas coisas: (i) o risco de falência pode fazer com que os credores negociem seus créditos por valores inferiores aos de suas perdas e, (ii) dada a morosidade e insegurança do sistema judicial brasileiro, os sócios do parque podem simplesmente fazer a chamada “gestão judicial” da dívida.

56. A *economia comportamental*, ramo do pensar humano ao qual já nos referimos acima, sugere que essa hipótese de *jogar com a sorte* não seja nada incomum. Há ampla evidência empírica documentando excesso de otimismo em variadas atividades humanas. Isso quer dizer que o comportamento humano excessivamente arriscado pode não apenas decorrer do cálculo racional de custos e benefícios esperados, mas também pode ser potencializado por certas propensões psicológicas das pessoas.

57. Por exemplo, a maioria das pessoas acredita que suas próprias chances de sofrer um acidente automobilístico sejam significativamente menores do que as chances do motorista médio sofrer um acidente. Evidentemente essas crenças não podem estar corretas, porque, se as chances de todos fossem inferiores às da média em um dado momento, então a média teria que ser inferior. Vide David M. DeJoy, “The optimism bias and traffic accident risk perception”, *Accident Analysis & Prevention* 21, 1989. Vide também Colin F. Camerer and Howard Kunreuther, “Decision processes for low probability events: policy implications”, *Journal of Policy Analysis & Management* 8, 1989.

anteriormente transferidos (na forma de dividendos), e, então, os sócios poderão optar entre recapitalizar o parque para que este possa arcar com os custos do acidente ou simplesmente deixar o parque quebrar.

Esta é, então, uma implicação muito importante: a opção de *deixar o parque quebrar* só se torna realmente interessante sob um regime de responsabilidade limitada. Afinal, esse é o regime que permite que o patrimônio do sócio fique a salvo dos reclamos das vítimas dos acidentes. Assim, os sócios podem optar por não indenizar as vítimas e simplesmente reinvestir seu patrimônio pessoal de outra forma. No limite, os sócios podem simplesmente optar por abrir um novo parque de diversões e simplesmente replicar o modelo de negócios.

Esse exemplo ilustra bem um fenômeno que pode ser descrito como *externalização de risco*. Quem “controla” o risco – isto é, a pessoa cujas ações determinam a probabilidade de ocorrência e extensão dos danos – arca com os ganhos caso este não se materialize, mas não arca com as perdas caso o risco se materialize. No caso em tela, então, é como se os credores involuntários (nesse caso, os frequentadores do parque) estivessem, sem saber, implicitamente financiando a atividade dos sócios. Esse subsídio implícito, contudo, não ocorreria sob um regime de responsabilidade ilimitada.

Generalizando, tem-se o seguinte: empresas bem-estabelecidas, com acesso a capital e expectativa de duração no longo prazo têm incentivos para investir eficientemente em precaução de acidentes. Mas muitas delas, talvez a maioria, operam em um ambiente de profunda escassez de risco de quebra.⁵⁸ Para os sócios dessas últimas, forçar a empresa a investir eficientemente em precaução pode não ser a melhor estratégia de negócios. Isso é particularmente verdadeiro no caso de empresas que operam sob responsabilidade limitada. Vale dizer, então, que sob responsabilidade limitada a solução individualmente mais atrativa pode não o ser para toda a sociedade. Daí se conclui que a responsabilidade limitada pode *desalinhar* o interesse social e o interesse individual.

5.2.2.3 Ressalvas

5.2.2.3.1 *Precificação contratual de riscos* – Cabe apresentar três ressalvas à construção refletida neste exemplo do parque de diversões.⁵⁹

58. Sobre o tema, ver Andrei Shleifer, *The Failure of Judges and the Rise of Regulators*, Cambridge, The MIT Press, 2012, p. 8.

59. Essas ressalvas serão generalizadas no Capítulo 7, item 7.2.

A primeira é a de que o *subsídio implícito* que o frequentador do parque dá ao sócio da empresa pressupõe que ele tem a expectativa de que o parque invista otimamente em segurança, e, ainda, que caso ocorra um acidente o parque o indenize.

Essa expectativa é um dado empírico: existe ou não existe. Se o frequentador do parque possui essa expectativa, mas ela é frustrada, então, do ponto de vista econômico, é preciso concluir que o frequentador levou *gato por lebre*: pagou pelo bilhete de entrada no parque de diversões mais do que levou. Do ponto de vista econômico, o bilhete de ingresso no parque reflete um conjunto de expectativas. Nesse sentido, representa uma contratação. A disposição de pagar ou não pelo bilhete se forma justamente em função dessas expectativas.

Dito isso, pode perfeitamente ocorrer que o frequentador tenha aceitado pagar um valor mais baixo pelo ingresso em determinado parque mesmo sabendo que o parque não dispunha de avançada infraestrutura de segurança. O frequentador, nesse caso, assumiu ele próprio, voluntariamente, o risco de sofrer um acidente. Não há subsídio implícito nem externalidade alguma.

Isso não é totalmente implausível, inclusive porque parques de diversão com equipamentos semelhantes por vezes cobram de seus frequentadores bilhetes de entrada com valores bastante diferentes. A diferença no preço do bilhete de entrada pode ser reflexo das diferenças de poder aquisitivo dos frequentadores em diferentes regiões ou então do tipo de equipamento disponível em cada lugar (uma montanha-russa mais alta e mais “emocionante”, equipamentos com menos fila, sistemas de transporte mais bonitos e assim por diante).

Ou então a diferença no preço do ingresso entre os diferentes parques pode refletir uma diferença do tipo de garantia que o parque dá a respeito da qualidade e segurança dos seus equipamentos. Se essa diferença é percebida e precificada pelos frequentadores, não há subsídio implícito algum: cada frequentador paga pelo que leva. Generalizando, pode-se dizer que quando há compensação contratual pelos riscos voluntariamente assumidos não há externalidade.

5.2.2.3.2 Análise Econômica do Direito sem fanatismos – A segunda ressalva é a de que análises de temas como *externalidades* precisam ser contextualizadas. A noção do que seja uma “externalidade”, como explicamos, depende das expectativas dos frequentadores do parque. Mas essas expectativas das pessoas não se formam no vácuo: ao contrário, se estabelecem em um contexto jurídico, histórico e cultural bem

mais amplo. Por isso, não basta apenas postular que a externalidade deva ser *compensada* ou *corrigida*. É preciso entender, em cada caso, se há ou não externalidade em função das expectativas das pessoas.

Isso quer dizer que não se está aqui apenas diante de um problema de otimização microeconômica (no sentido de minimização dos custos sociais, isto é, do atingimento da situação socialmente eficiente), mas também diante da proteção das legítimas expectativas das pessoas. Estas legítimas expectativas, reitero-se, fazem parte de um contexto social mais amplo que se cristaliza também na cultura jurídica e na legislação de cada lugar e de cada país.

Uma dificuldade inevitável, e um limite em parte insuperável para a Análise Econômica do Direito, inclusive no que toca a questões de direito societário e responsabilidades na empresa, é o de que esse contexto histórico é mutante e assim também o são as expectativas das pessoas. Isso é particularmente dificultoso em uma sociedade como a brasileira, em que as aspirações jurídicas que em tese refletiriam apenas as legítimas expectativas das pessoas assumem um preponderante papel de alteração e reforma das estruturas da sociedade.⁶⁰ O Direito num país como o Brasil está, por isso, sempre a meio caminho entre a proteção de expectativas já existentes e a indução de novos comportamentos. É um direito que ampara o que há, e que ao mesmo tempo quer mudar o que há. Tudo isso complica enormemente o estabelecimento de uma regra que vise minimizar custos sociais. Por tudo isso, no Brasil pelo menos, a Análise Econômica do Direito não se presta a fundamentalismos. Deve ser utilizada, como diz a famosa expressão latina, *cum grano salis*.⁶¹

5.2.2.3.3 Risco e incerteza – Em terceiro lugar, a discussão sobre a probabilidade de ocorrência de certos eventos futuros – acidentes em parques de diversão, por exemplo – é em muitos casos arbitrária e ilusória. Vivemos em um mundo não apenas de risco, mas também, e principalmente, de profunda incerteza. Enquanto o termo “risco” sugere o cálculo probabilístico e preditivo de eventos futuros, o termo “incerteza” denuncia a imprevisibilidade intrínseca dos eventos do mundo.⁶²

60. Sobre o tema, ver Capítulo 3.

61. Ou seja, com uma pitada de sal, com ponderação, com parcimônia.

62. Para uma revisão do tema contextualizada para o profissional do Direito, ver Danilo Araújo, “Limitação do risco empresarial”, in Maria Lúcia L. M. Padua Lima (coord.), *Trinta Anos de Brasil: Diálogos entre Direito e Economia*, t. 3, São Paulo, Saraiva, 2012, pp. 212-244.

Embora *risco* e *incerteza* sejam em linguagem corrente frequentemente tratados como sinônimos, é possível traçar uma linha conceitual entre eles que designe ideias radicalmente diferentes: a distinção entre o que é estritamente calculável e o que não é. Sabemos que um dado lançado tem apenas 1/6 de probabilidade de cair no número 3, e que uma moeda tem 50% de probabilidade de dar *cara*, e outros 50% de dar *coroa*. Mas esses são experimentos controlados e ilustram eventos do mundo dos negócios de maneira bastante imperfeita.

Muitas vezes, e talvez na maioria das vezes, não temos como calcular as chances de um negócio dar errado, de um acidente ocorrer, de um contrato ser quebrado e assim por diante. Imagine um indivíduo que abre uma pequena empresa – por exemplo, uma empresa do ramo químico que se põe a pesquisar um novo componente – ou então, simplesmente, uma empresa que decide mudar a estratégia de negócios. Qual é a *probabilidade* de dar certo? A rigor, não há como calcular precisamente; qualquer tentativa de quantificação envolve boa dose de arbitrariedade, intuição, especulação e *chute*.

Generalizando, pode-se, portanto, dizer que as ações e os investimentos dos empreendedores estão intimamente associados muito mais à *incerteza* do que ao *risco*. Isso vale tanto quando se trata de trazer algo novo ao mundo – criar, portanto, um novo mercado para uma inovação – quanto quando se trata da entrada de um novo concorrente em um mercado que já existe.

É bem verdade que em certas circunstâncias é possível agregar eventos similares e independentes e prever com bastante acuidade quais serão, na média, os resultados encontrados. Isso é o que fazem as empresas seguradoras e, em certa medida, os bancos. Por conta de um conceito estatístico chamado “lei dos grandes números”, as seguradoras conseguem precificar com notável precisão as despesas médicas de uma determinada população, o número de furtos de veículos e até a data provável da morte de um certo conjunto de pessoas (evidentemente, as seguradoras não conseguem prever cada evento individualmente, mas sim a média de um conjunto de eventos similares agregados).

Os bancos, da mesma forma, conseguem utilizar o histórico de crédito da população e de certos indivíduos e assim mensurar o risco de inadimplemento, o que lhes permite precificar a taxa de juros a ser cobrada.⁶³ Mas os casos das seguradoras e dos bancos são bastante particu-

63. A lei dos grandes números pode ser enunciada da seguinte forma: se um evento de probabilidade p é observado repetidamente em ocasiões independentes,

lares. Na maioria das atividades econômicas, a estimação e precificação de risco se dá não a partir do cálculo estatístico, mas em função de regras heurísticas e normas culturais que servem como mecanismos práticos que distinguem o desejável do indesejável.

Tudo isso quer dizer que falar em *risco* do negócio é em parte uma ideia enganosa. Há na realidade uma profunda *incerteza* sobre o negócio e sobre o funcionamento do mundo. Embora sutil, a diferença é relevante porque torna difícil usar os conceitos de “risco” e “probabilidade” como ferramentas para distinguir a existência ou inexistência de externalidade – e, na esteira (e sujeita a qualificações que farei no Capítulo 9 desta obra, quando examinarei a ligação entre eficiência e justiça), para distinguir as condutas legítimas das ilegítimas.

A dificuldade do cálculo, no entanto, não afasta o problema real. A limitação de responsabilidade pode induzir sócios a tomarem risco excessivo e a externalizá-lo para credores, especialmente para credores involuntários como vítimas de acidentes. A extensão desse problema, no entanto, não deve ser exagerada, e, de mais a mais, nada impede que empresas desempenhando atividades mais perigosas estejam sujeitas a regimes de fiscalização e/ou de responsabilização especiais.⁶⁴

5.2.3 Escudo para fraudes

Há finalmente uma terceira desvantagem que se pode associar à responsabilidade limitada do sócio; esta, creio eu, é mais séria do que as duas desvantagens anteriormente examinadas. Sócios podem valer-se da limitação de responsabilidade por dívidas da empresa para realizar fraudes e outros atos ilícitos. Vejamos como isso se dá.

5.2.3.1 A fraude lucrativa

O mundo empresarial é hoje altamente *juridificado*. Uma enorme gama de atividades da empresa está sujeita à normatização jurídica

a proporção da frequência observada desse evento em relação ao total número de repetições converge em direção a p à medida que o número de repetições se torna arbitrariamente grande.

64. Apenas para ilustrar com um exemplo: a Convenção de Varsóvia de 1929, que traz regras sobre o transporte aéreo internacional, e que foi recepcionada no Brasil através do Decreto 20.704, de 1931, contém limitações acerca da responsabilidade dos transportadores. Tudo isso é feito a fim de limitar riscos e estimular as atividades de transporte (cf. Fernando Schwarz Gaggini, *A Responsabilidade dos Sócios nas Sociedades Empresárias*, cit., p. 115).

detalhada. Essa normatização envolve regras tributárias, trabalhistas, previdenciárias, consumeristas, imobiliárias e, ademais, a depender do ramo de atividade, farmacêuticas, sanitárias, ambientais, aeronáuticas, marítimas e rodoviárias, entre muitas outras. O cumprimento dessas regras, de um modo geral, é custoso para a empresa: pagar um tributo, testar produtos, registrar um empregado etc. – tudo isso reduz o lucro da empresa e o dividendo que se pode pagar ao sócio. Por conta disso, no dia a dia as empresas enfrentam continuamente o dilema de cumprir ou descumprir as normas jurídicas que lhes são aplicáveis.

Na prática, há uma série de zonas cinzentas entre o cumprimento e o descumprimento de uma regra jurídica. Por isso, talvez mais próprio fosse falar no dilema entre cumprir, cumprir parcialmente, descumprir ou fraudar as normas jurídicas. Ainda assim, pode-se dizer de um modo geral o seguinte: fraudar a lei geralmente é lucrativo num primeiro momento⁶⁵ (porque evita incorrer um custo certo e geralmente imediato), mas traz o risco de posterior responsabilização e de pagamento de multas e de outras penalidades. De outro lado, cumprir a lei evita o risco de pagamento de penalidades no futuro, mas também reduz os ganhos no presente.

5.2.3.2 Da incerteza na responsabilização da empresa

A responsabilização pelo descumprimento de uma norma ou pela realização de uma fraude que visa esconder o descumprimento é sempre incerta. Empresas que praticam fraudes ou que deixam de observar a legislação que lhes é aplicável podem ser sancionadas pelo Estado; mas como é óbvio, isso nem sempre ocorre. A efetiva responsabilização da empresa pelo descumprimento da lei ou pela prática de uma fraude depende da detecção, prova e condenação. Isso pode ocorrer, ou não. Somente após vencidas essas três etapas (detecção, prova e condenação), a empresa que agiu ilícitamente terá que utilizar seu patrimônio para fazer face à condenação.

Sob um regime jurídico de responsabilidade limitada do sócio, a responsabilização da empresa pelo descumprimento de uma norma estatal (tributária, trabalhista, administrativa etc.) afeta o sócio apenas

65. Cf. Pedro Rubim Borges Fortes, “The phenomenon of lucrative illegality”, 2012, disponível em: <<http://www.law.harvard.edu/news/spotlight/ils/events/fortes-final.pdf>>.

indiretamente. A condenação da empresa reduz o valor da participação do sócio caso deseje vendê-la, e reduz também o valor dos dividendos que a empresa lhe pode pagar. Mas, se os ativos da empresa forem insuficientes para fazer frente à responsabilização, o patrimônio pessoal do sócio será preservado.

Daí vem o problema básico, que é bastante sério: sob responsabilidade limitada, o sócio se beneficia da totalidade dos lucros gerados por fraudes praticadas pela empresa; contudo, no caso de responsabilização da empresa, suas perdas estão limitadas ao valor do capital subscrito. Não é difícil perceber, então, por que dissemos que a limitação da responsabilidade do sócio pode servir, indiretamente, como um incentivo para que as empresas cometam fraudes.

Um exemplo numérico ilustra o ponto.⁶⁶ Suponha que uma fraude possa gerar um ganho imediato de \$100.000 para a empresa. Se a fraude for detectada, provada e houver condenação, haverá a imposição de uma multa de \$200.000 à empresa. Um administrador possivelmente irá se perguntar: vale a pena cometer a fraude? De maneira simplificada, pode-se dizer que tudo dependerá da probabilidade de condenação da empresa. Suponha que essa probabilidade seja de $\frac{3}{4}$. Nesse caso, o valor esperado da fraude mede-se assim: $VE = \$100.000 + (\frac{3}{4})(-\$200.000) = \$100.000 - \$150.000 = -\$50.000$. Nesse exemplo, como se vê, o valor monetário esperado da fraude é negativo. Logo, economicamente a fraude não vale a pena. Um administrador amoral provavelmente preferirá cumprir a lei – não por deferência ou respeito a ela, mas sim a fim de maximizar os retornos econômicos da empresa.

Contudo, pensemos em um quadro (provavelmente mais realista) em que a probabilidade de condenação da empresa seja mais baixa. Digamos que a probabilidade de condenação seja de $\frac{1}{4}$. Nesse caso, o valor esperado da fraude se mede da seguinte forma: $VE = \$100.000 + (\frac{1}{4})(-\$200.000) = \$100.000 - \$50.000 = \$50.000$. Ora, nesse caso, o valor monetário esperado da fraude é positivo. Isso quer dizer que, examinando-se o tema sob o ângulo do cálculo de custo e benefício, no exemplo simplificado aqui apresentado cometer a fraude valerá a pena. E há mais: nesse exemplo, cometer a fraude vale a pena sempre que a probabilidade de condenação for inferior a 50%.

66. Para uma descrição de alguns exemplos concretos na seara financeira, ver Lucas Alves Freire, “A desconsideração da personalidade jurídica na esfera administrativa e seu reflexo na atividade persecutória desenvolvida pelo Banco Central do Brasil”, *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*, vol. 5, n. 1, jun. 2011.

5.2.3.3 Efeito do regime de responsabilidade limitada

O que dissemos acima é bastante intuitivo. Mas o problema mais interessante, e aqui mais importante, diz respeito aos incentivos criados por diferentes regimes de responsabilização de sócios para a realização de fraudes nas empresas por eles controladas. O ponto é basicamente o seguinte: sob responsabilidade limitada, fazer com que a empresa cometa uma fraude poderá ser vantajoso para o sócio *mesmo diante de uma alta probabilidade de detecção e condenação da fraude*. Ou, em outras palavras, e talvez de modo ainda mais claro: o regime de responsabilidade limitada pode tornar lucrativa para o sócio uma fraude que, para a empresa, tem valor monetário esperado negativo.

Para entender por que, sigamos com o mesmo exemplo numérico exposto acima. Voltemos à situação em que a chance de detecção e condenação da empresa por uma fraude seja de $\frac{1}{4}$. Já sabemos, como examinado acima, que nesse caso o valor monetário esperado da fraude para a empresa é negativo e corresponde a $-\$50.000$ (como vimos, $VE = \$100.000 + (\frac{1}{4})(-\$200.000) = \$100.000 - \$50.000 = -\$50.000$). Em princípio, portanto, pode-se considerar que nesse caso a fraude também não interessa ao sócio. Afinal, de um modo geral não é do interesse do sócio que a empresa realize atividades que tenham valor monetário esperado negativo.

A situação pode mudar, no entanto, se acrescentarmos um pequeno detalhe ao exemplo. Suponha, como infelizmente é comum, que se crie uma empresa de responsabilidade limitada, com capital social irrisório, apenas para realizar uma determinada fraude. Nesse caso, será que o esquema fraudulento vale a pena para o sócio da empresa?

Sigamos com o mesmo exemplo. Já sabemos que o valor monetário esperado para a empresa é negativo (no valor de $-\$50.000$). Surpreendentemente, contudo, para o sócio o valor monetário esperado da fraude é positivo. Afinal, nesse cenário simplificado, sob responsabilidade limitada o valor monetário do esquema fraudulento para o sócio se mede assim: $VE = (\frac{1}{4})(\$100.000) + (\frac{3}{4})(\text{zero}) = \25.000 . O que esse exemplo nos está dizendo é que o lucro da fraude será apropriado pelo sócio, e o prejuízo jamais será pago por ninguém. Se a fraude não for detectada ou se for detectada mas não puder ser provada em juízo, o sócio se apropriará integralmente do retorno de $\$100.000$; e a chance de que isso ocorra, por hipótese, é de $\frac{1}{4}$. Por outro lado, se a fraude for detectada e provada, o que no exemplo ilustrativo em tela tem uma probabilidade de $\frac{3}{4}$ de ocorrer, então a condenação não será paga por ninguém, porque a empre-

sa possui capital irrisório e a responsabilidade do sócio é limitada. Isso quer dizer que, *ceteris paribus*, a limitação de responsabilidade terá tornado a realização da fraude economicamente desejável para seus sócios.

O quadro acima explica, aliás, por que a legislação societária de um modo geral estabelece que a realização de um ato ilícito pela empresa acarreta não apenas a responsabilização da própria empresa, mas também a responsabilização do administrador (ou do sócio-gerente) que a tenha praticado.⁶⁷ No exemplo anterior, apenas para prosseguirmos no mesmo raciocínio, o risco de responsabilização pessoal do sócio-gerente pode tornar o valor monetário esperado da fraude negativo. O ponto, contudo, é que a responsabilização pessoal do sócio-gerente (ou do administrador) é uma questão de probabilidade, e há diversas evidências no Brasil indicando que as probabilidades de detecção e condenação pelos mais variados ilícitos podem ser bastante baixas.

Tudo isso explica por que a responsabilidade limitada da empresa pode ser um fator potencializador de fraudes. É bom notar, no entanto, que a análise econômica acima desenvolvida realça a função incentivadora das normas jurídicas, em detrimento da discussão da norma como mera fonte de obrigações. Por conta disso, a análise econômica às vezes falha no diagnóstico de condutas não incentivadas, em especial quando não são incentivadas pela presença de sanções legais.⁶⁸ De fato, há uma longa literatura de natureza sociológica sugerindo que na maioria dos casos tanto as empresas quanto os indivíduos têm uma preferência por cumprir a lei – ou seja, as pessoas não são amorais. Isso presumivelmente ocorre tanto por questões instrumentais – para não arranharem sua imagem e reputação e para não serem estigmatizadas – quanto por expressarem algum senso de civismo e fraternidade.

Ora bem: então entendamos que a responsabilidade limitada é um pedaço de uma engrenagem social muito mais complicada. Ela é parte de uma engrenagem institucional complexíssima em que a legislação e

67. Lei 6.404/1976, art. 158: “O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I – dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II – com violação da lei ou do estatuto. (...) § 5º. Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto”. E, ainda, Código Civil, art. 1.016: “Os administradores respondem solidariamente perante a sociedade e os terceiros prejudicados, por culpa no desempenho de suas funções”.

68. Sobre o tema, ver Fernando Araújo, *Teoria Econômica do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2007, especialmente p. 444.

sua efetiva interpretação e aplicação interagem de modo muito intrinca- do com a ordem política, econômica e cultural. Não há como nem por que tratar de toda essa temática em profundidade. Para os presentes fins, basta-me a observação de que, ao insular os sócios de responsabilização pessoal, a responsabilidade limitada da empresa pode contribuir para que o nível geral de observância de diversas regras jurídicas caia. Embora possa não ser decisiva, essa é uma desvantagem importante da limitação de responsabilidade.

5.3 *Resumo*

Ao balizar as perdas do sócio no valor do capital social subscrito, a responsabilidade limitada (i) cria incentivos à diversificação de investimentos, (ii) cria incentivos à realização de investimentos por investidores avessos a risco, (iii) permite reduzir custos de monitoramento nas empresas e (iv) facilita transferências eficientes de controle societário. A responsabilidade limitada pode funcionar, assim, como um mecanismo de incentivo ao investimento, ao empreendedorismo, à livre-iniciativa e, em certa medida, à inovação. Essas são as principais vantagens econômicas que se pode atribuir à responsabilidade limitada do sócio.

Por outro lado, a limitação de responsabilidade do sócio lhe pode permitir externalizar riscos do negócio. Isto é, receber os lucros do negócio caso este prospere, sem, no entanto, arcar com as consequências negativas caso o negócio naufrague. Por conta disso, a limitação da responsabilidade do sócio ao capital subscrito pode acabar incentivando três comportamentos socialmente indesejáveis, a saber, (i) a realização de investimentos ineficientes, (ii) o baixo investimento em precaução e, ademais, e mais grave, (iii) pode fazer com que a pessoa jurídica sirva como um conveniente veículo para a realização de fraudes e outros ilícitos. Cá estão suas desvantagens.

5.4 *Conclusão parcial*

Identificar potenciais vantagens e desvantagens é um exercício mais fácil do que sopesá-las. Para pensar sobre o desenho institucional e a política pública, o ideal seria sempre realizar um exercício duplo — parte empírico e parte teórico. Primeiro, formular hipóteses e testá-las empiricamente para entender, aproximadamente pelo menos, como o mundo real funciona. Segundo, pensar sobre as implicações normativas dos resultados obtidos, inclusive levando em consideração o arranjo político

vigente, os modelos ideológicos prevalentes, os valores em jogo e as soluções juridicamente viáveis dentro de um dado ordenamento jurídico.

Infelizmente, no Brasil não dispomos de estudos empíricos discutindo especificamente os impactos econômicos da limitação de responsabilidade.⁶⁹ E isso não é tudo: também em outras partes, onde estudos desse tipo foram realizados, os resultados são inconclusivos. De modo que também o direito comparado não fornece a base empírica aproximativa que idealmente desejaríamos ter. Segue que, como não há uma empiria sólida na qual se possa confiar, esse caminho “ideal” está, desde logo, impossibilitado.

Na falta de uma empiria mais sólida, é tentador aos juristas suporem que a crítica da responsabilidade empresarial possa ser conduzida exclusivamente a partir de princípios jurídicos e de considerações de justiça e equidade. Os valores são muito importantes no debate jurídico — isso é óbvio, mas não custa ressaltar —, e aqui me refiro tanto a valores concebidos como propriamente jurídicos (como segurança jurídica, contraditório, devido processo etc.) quanto aos demais valores morais que constituem o cerne da civilização Ocidental, estejam eles elencados ou não na nossa Constituição Federal.

Dito isso, não me parece razoável hoje, dado o nosso contexto e os problemas concretamente enfrentados, discutir a responsabilidade empresarial apenas através de um raciocínio apriorístico, dedutivo e abstrato. Raciocínios desse tipo geralmente se baseiam em intuições sobre como as relações econômicas no mundo e na empresa funcionam. As ciências sociais e a economia em particular evoluíram bastante, e já podem, pelo menos, servir como ferramenta de apoio à decisão, inclusive à decisão judicial e às decisões do legislador.

É nesse sentido que a discussão de vantagens e desvantagens aqui apresentada deve ser encarada como parte de um raciocínio pragmático, e não de um raciocínio economicista.⁷⁰ Uma avaliação pragmática dará

69. Há, contudo, estudos econômicos discutindo os vetores políticos da adoção da limitação de responsabilidade no começo do século XX. Cf. Aldo Musacchio, *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009; e Mariana Pargendler, “Politics in the origins: the making of corporate law in nineteenth-century Brazil”, cit., *American Journal of Comparative Law*. Há também um estudo encomendado pelo Ministério da Justiça que analisou 830 acórdãos publicados por diversos tribunais do País. Cf. Paulo Caliendo *et al.*, *Desconsideração da Personalidade Jurídica*, Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul – PUC/RS. Série Pensando o Direito do Ministério da Justiça, vol. 29, 2010.

70. Retomo o ponto no Capítulo 9.

partir disso formulo proposições doutrinárias para diversos ramos do Direito. Segue no item 7.4 um breve resumo do capítulo e, finalmente, no item 7.5, a conclusão.

Antes de ir adiante, convém que o leitor se atenha ao fato de que este capítulo deve ser lido em conjunto com o capítulo subsequente. O modelo desenvolvido neste Capítulo 7 permite formular proposições de caráter geral e aplicáveis a sócios de empresas, especialmente sociedades limitadas. Mas somente no Capítulo 8 tratarei sistematicamente de temas cruciais como a extensão da responsabilidade do sócio (por toda a dívida da empresa ou proporcionalmente à sua fração do capital social), os critérios de imputação a depender do tipo de sócio (notadamente, o sócio controlador ou minoritário) e os critérios de imputação a depender do tipo de empresa (fechada ou com ações listadas em bolsa).

Também deixo para o Capítulo 8 a discussão das responsabilidades de outras partes ligadas à empresa, particularmente os ex-sócios, administradores, empresas do grupo econômico, contratantes e não contratantes indiretamente relacionados com a empresa. Tudo isso é feito, enfim, de modo a implementar o propósito original desta obra, que é o de realizar uma reflexão abrangente da responsabilização empresarial que passe os principais ramos do Direito em que ela se articula.

7.1 O modelo dogmático básico

Este item apresenta critérios para imputação de responsabilidade a sócios, e trata do tema como uma discussão sobre o melhor arranjo institucional para alocação de risco empresarial. Início apresentando sua premissa conceitual básica, a saber, justamente a de que a responsabilização é uma técnica para alocação de risco empresarial (item 7.1.1). A seguir, explico como a origem do crédito – voluntária ou involuntária – funciona como a variável-chave para o modelo dogmático (item 7.1.2). Finalmente, detalho esse modelo dogmático (a que me refiro, adiante, apenas como “Modelo Básico”) apresentando os conceitos de “externalização de risco” e “compensação *ex ante facto*” (item 7.1.3).

7.1.1 Responsabilização como técnica para alocação de risco

Longe de ser uma característica inerente à prática empresarial, a limitação de responsabilidade de sócios ao valor do capital social subscrito é mais proveitosamente concebida como uma técnica para alocação

do risco empresarial.¹ A limitação do risco do sócio significa, essencialmente, que uma parcela maior do risco empresarial será suportada por credores da empresa. É fácil perceber por quê: sob responsabilidade ilimitada, uma dívida inadimplida pela empresa é automaticamente redirecionada ao sócio; já sob responsabilidade limitada, essa mesma dívida se converte em perda do credor. No primeiro caso, o prejuízo é do sócio; no segundo, é do credor.

Em comparação com um regime de responsabilidade ilimitada, um regime de responsabilidade limitada pode ser concebido como um arranjo institucional cuja característica básica é a alocação de parcela maior do risco empresarial para credores, em vez de sócios.

Repare: sob um regime de ilimitação de responsabilidade, as dívidas da empresa são automática ou subsidiariamente imputadas aos sócios, independentemente da realização de ato ilícito por estes. Já sob um regime de responsabilidade limitada, as dívidas da empresa somente são imputadas aos sócios caso estes realizem atos ilícitos (por exemplo, abuso de forma como confusão patrimonial ou desvio de finalidade).

Ora, isso quer dizer que sob um regime de responsabilidade limitada o grau de controle dos sócios sobre o seu risco de responsabilização é bem maior do que sob um regime de responsabilidade ilimitada. Afinal, sob responsabilidade limitada os sócios somente arcarão com dívidas caso de fato pratiquem atos vedados pelo Direito. Como se vê, sob responsabilidade limitada os sócios suportam uma parcela menor – e sob responsabilidade ilimitada, uma parcela maior – do risco empresarial.

Dessa ótica, *o problema básico de um estudo sobre a responsabilidade de sócios é saber se, em que casos, e dentro de que limites, convém alocar riscos empresariais aos sócios ou aos credores.*

Já sabemos, como examinado no Capítulo 5, que a limitação da responsabilidade do sócio à integralização do capital subscrito traz quatro vantagens: (i) criam-se incentivos à diversificação de investimentos, (ii) criam-se incentivos à realização de investimentos por investidores avessos a risco, (iii) permite-se reduzir custos de monitoramento nas empresas e (iv) facilita-se transferências eficientes de controle societário. Por tudo isso, como explicado, um arranjo institucional prevendo responsabilidade limitada pode incentivar o investimento, o empreendedorismo, a livre-iniciativa e em alguma medida até a inovação.

1. Para uma discussão didática e voltada aos profissionais do Direito do tema da alocação de riscos, ver Otavio Yazbek, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2007, pp. 29-50.

Por outro lado, vimos também que a limitação de responsabilidade pode permitir aos sócios externalizarem os riscos do negócio. Isso quer dizer, concretamente, que a limitação da responsabilidade do sócio ao capital subscrito pode incentivar três comportamentos indesejáveis, a saber, (i) a realização de investimentos ineficientes, (ii) o baixo investimento em precaução e, principalmente, (iii) a utilização da pessoa jurídica de responsabilidade limitada como veículo para fraudes e outros ilícitos.

A discussão de vantagens e desvantagens tal qual descrita acima toma tipos extremos, ou “ideais” de regimes de responsabilidade. É possível e desejável, no entanto, apurar esses regimes. Isto é, encontrar soluções de compromisso, posições intermediárias e de otimização entre as duas posições polares da total limitação e da total ilimitação. É para isso que serve o Modelo Básico que formularei adiante.

7.1.2 *A variável-chave: voluntariedade ou involuntariedade do crédito*

O Modelo Básico aqui apresentado toma como variável-chave para a alocação do risco de responsabilização a origem do crédito, particularmente quanto a serem os credores voluntários ou involuntários.

Credores voluntários são basicamente aqueles que adquirem deliberada e consensualmente um direito de crédito. O caso paradigmático é o do credor contratual. Quem empresta a prazo, por exemplo, torna-se credor do repagamento no prazo e nas condições ajustadas consensualmente com o devedor. Já os credores involuntários são basicamente aqueles que se tornam credores sem prévia deliberação ou acordo. O caso paradigmático é o das pessoas cujos créditos se originam em atos ilícitos (isto é, delitos civis) praticados pela sociedade. Explicarei como essa diferença entre tipos de credores (voluntários ou involuntários) informa o raciocínio, e, então, enunciarei o modelo.

7.1.2.1 *A precificação voluntária do risco*

É mais fácil compreender o conceito de precificação contratual de riscos ilustrando-o com um exemplo estilizado. Suponha que uma empresa deseje obter um financiamento bancário no valor de \$1.000.000. Suponha, ainda, que o sócio da empresa seja um homem muito rico e com uma história de crédito impecável. O banco aceita conceder à empresa um empréstimo nesse valor a juros relativamente baixos, mas desde que o sócio dê uma garantia pessoal para o empréstimo. Com a

garantia pessoal do sócio, o banco aceita cobrar da empresa uma taxa de juros idêntica àquela que cobraria caso emprestasse o dinheiro ao governo federal.² Digamos que essa taxa de juros seja de 10% ao ano.

Entretanto, considere agora que o sócio não esteja disposto a expor seu patrimônio pessoal a esse risco da empresa, e se recuse a dar a garantia pessoal. Para receber o empréstimo, então, a empresa oferece alguns dos seus próprios ativos como garantia, por exemplo um penhor de máquinas. Já se sabe, então, que para conceder o empréstimo de \$1.000.000 à empresa o banco exigirá uma taxa de juros maior. Quanto maior?

Para responder, o banco precisa estimar as chances de repagamento do empréstimo pela empresa. Suponha que o banco estime em 20% a probabilidade de que o empréstimo não seja pago pela empresa. E, apenas para simplificar os cálculos, suponha também que o banco estime que, na hipótese de inadimplemento da empresa, o banco não consiga (i) nem renegociar o empréstimo, (ii) nem executar com sucesso os bens dados em garantia.³ Ou seja, para simplificar o raciocínio, estime simplesmente que haja 80% de chances do empréstimo de \$1.000.000 ser pontualmente pago e 20% de não ser pago. Se o empréstimo for pago, o banco recupera principal e juros; se o empréstimo não for pago, o banco não recupera nem principal, nem juros. Nesse cenário, pergunta-se: que taxa de juros o banco oferecerá à empresa?

Se houvesse uma garantia pessoal do sócio, o banco cobraria 10% ao ano de juros e consideraria zero as chances de não pagamento (porque caso a empresa não pagasse o empréstimo o banco se voltaria contra o sócio, e, por hipótese, apenas para facilitar o raciocínio, estamos pressupondo que esse sócio seja rico a ponto de minimizar completamente as chances de não recebimento do crédito pelo banco). Vale dizer que, com a garantia do sócio, o valor monetário esperado do empréstimo seria de \$1.100.000 (correspondente a 1 milhão em principal + \$100.000 em juros).⁴ Por outro lado, sem a garantia do sócio, a chance de inadimplemento da obrigação contraída por meio do empréstimo sobe para 20%. Nesse cenário, repito, qual será a taxa de juros?

A resposta é: a taxa de juros será aquela que dê ao banco o mesmo resultado monetário esperado, isto é, \$1.100.000. Vale dizer que, para ter

2. O exemplo funciona da mesma forma com um sócio não tão rico ou mesmo bastante pobre. Apenas os números ficariam um pouco mais complicados.

3. Chegaríamos às mesmas conclusões teóricas se pressupuséssemos renegociação ou recuperação parcial do crédito através de execução das garantias; seria apenas mais trabalhoso.

4. Para uma explicação do conceito de valor monetário esperado, ver Capítulo 5.

a mesma rentabilidade esperada que obteria no caso do empréstimo com a garantia pessoal do sócio rico, o banco precisará calcular o valor que, quando multiplicado por 80%, resultará em \$1.100.000.⁵ Esse valor é \$1.375.000. Afinal, $0,8 \times \$1.375.000 = \$1.100.000$. Isso quer dizer que, se não houver garantia do sócio, o banco terá que cobrar da empresa uma taxa de juros de 37,5% ao ano. Já se o sócio desse sua garantia, essa taxa de juros teria sido de apenas 10% ao ano.

O que esse exemplo nos diz? Em primeiro lugar, nos diz que a taxa de juros em um empréstimo é uma compensação não apenas pelo “aluguel” do capital, mas também pelo risco de que o devedor não retorne o dinheiro emprestado (isto é, pelo risco de crédito). Ou seja, o custo do dinheiro depende diretamente do risco de crédito do devedor e dos garantidores, e com melhores garantias pode-se cobrar uma taxa de juros menor. Em segundo lugar, esse exemplo mostra que quando credor e devedor negociam suas prestações e contraprestações, eles podem também “embutir” os riscos no valor e nas condições de suas prestações contratuais.

Essa segunda consideração é particularmente importante. No empréstimo com garantia do sócio, o banco cobraria uma taxa de juros de 10%; sem tal garantia, cobraria 37,5%. Essa diferença de 27,5% que o banco cobra a mais quando não há garantia do sócio pode ser adequadamente concebida como sua compensação pela limitação da responsabilidade do sócio. Vem daí uma implicação crucial: um banco ou outro credor comercial *voluntário* pode negociar condições contratuais que reflitam sua percepção de risco da empresa devedora.

Quando se generaliza essa observação, chega-se, então, a uma conclusão muito importante: credores voluntários podem negociar antecipadamente e embutir suas percepções de riscos no valor das prestações acordadas. O valor das prestações já reflete suas próprias percepções de risco e retorno.

7.1.2.2 Impossibilidade de precificação de riscos por vítimas de atos ilícitos

Nem todos os créditos contra uma empresa surgem de maneira voluntária. Considere o caso da empresa que, em seu processo produtivo,

5. Apenas para que o leitor não se perca, 80% é a chance de repagamento e \$1.100.000 é o valor monetário esperado do empréstimo com a garantia pessoal do sócio.

contamina a água consumida pelos seus vizinhos. Esses moradores, então, processam a empresa pleiteando indenização financeira pelos danos causados à sua saúde e obtêm uma decisão judicial a seu favor. Tornam-se, portanto, credores da empresa. E, na acepção aqui adotada, diríamos mais: tornam-se *involuntariamente* credores da empresa.

Agora, comparemos a situação desses credores involuntários com a situação acima descrita do banco financiador. O banco era um credor voluntário que contratou com a empresa. A precificação do crédito levou em conta, entre outros fatores, os riscos do banco em função de existir, ou não, uma garantia dos sócios. Com a garantia dos sócios, a prestação contratual era mais baixa (na forma de juros mais baixos). Sem a garantia dos sócios, a prestação contratual era mais alta (na forma de juros mais altos).

Em um aspecto muito importante, a situação das vítimas de ilícitos cíveis (isto é, dos credores involuntários) é muito diferente da situação do banco. As vítimas de ilícitos cíveis que processam a empresa por danos causados à sua saúde não terão tido a possibilidade de negociar uma compensação pelos riscos causados à sua saúde pela poluição da empresa. Vale dizer: o risco de crédito que corre o banco pode, potencialmente pelo menos, ser precificado e compensado contratualmente. Mas é impossível que os riscos de crédito que correm as vítimas de ilícitos cíveis sejam compensados.

Insisto no ponto: ao contrário dos contratantes comerciais (bancos, por exemplo), as vítimas de atos ilícitos jamais poderão negociar antecipadamente com a empresa um desconto que as compense pelo valor monetário esperado de suas perdas futuras. Por exemplo, suponha que esses moradores afetados pela poluição da empresa sejam consumidores de mercadorias produzidas pela empresa. O preço que pagarão ao comprar tais produtos será o mesmo a ser pago por outros consumidores que não são afetados diretamente pela poluição da empresa.

E há uma questão adicional, aqui de particular importância. O preço pago na aquisição desses produtos será o mesmo, *seja essa uma empresa de responsabilidade limitada ou de responsabilidade ilimitada*. Como se vê, vítimas de ilícitos cíveis estão em posição muito diferente daquela dos credores voluntários contratuais.

A conclusão é a seguinte: quando as partes podem voluntariamente negociar suas prestações e contraprestações, elas podem também “embutir” os riscos no valor e nas condições de suas prestações contratuais. Por outro lado, quando os créditos surgem involuntariamente, não há

contrato nem negociação, e por isso o credor não poderá embutir nas prestações o risco adicional correspondente à ausência da responsabilidade do sócio que surge sob um regime de responsabilidade limitada.

7.1.2.3 Enunciação do modelo

Com isso já temos elementos para enunciar o Modelo Básico,⁶ cuja essência é dada por duas proposições: (i) diante de credores voluntários – empregados, consumidores, credores comerciais e credores financeiros – a responsabilidade limitada deve em princípio ser preservada, exceto quando os sócios tiverem agido ilícita e culposamente; e (ii) diante de credores involuntários – basicamente as vítimas de atos ilícitos da empresa – pode ser razoável responsabilizar os sócios independentemente de terem agido ilícita ou culposamente. Esse é o ponto de partida, mas ainda falta muito.

7.1.3 Externalização de risco e compensação ex ante facto

7.1.3.1 Preços como mecanismos de transmissão de informações

Um banco pode fazer estimativas sobre as probabilidades de repagamento de um empréstimo (os bancos, justamente por isso, desenvol-

6. Esse Modelo Básico foi proposto originalmente por Richard Posner, cf. “The rights of creditors of affiliated corporations”, *University of Chicago Law Review*, v. 43, 1976, pp. 499-526. Sobre o tema, ver também Richard Posner, *Economic Analysis of Law*, 8ª ed., New York, Aspen Publishers, 2011, pp. 535-539. Para uma visão receptiva dessa teorização no Brasil, v. Fábio Ulhoa Coelho, “As teorias da desconsideração”, in Heleno Taveira Tôres e Mary Elbe Queiroz, *Desconsideração da Personalidade Jurídica em Matéria Tributária*, São Paulo, Quartier Latin, 2005, pp. 267-271; e Rachel Sztajn, “Sobre a desconsideração da personalidade jurídica”, *RT*, vol. 762, 1999, p. 92 (aparentemente, no entanto, rejeitando algumas das prescrições da teoria de Posner ao afirmar que “os credores voluntários estariam mais protegidos com algum seguro de risco de insolvência, o que poderia ser alternativa para afastar a teoria da desconsideração da personalidade jurídica das sociedades” (...). mas reconhecendo, ao tratar do direito norte-americano, que, “no caso de responsabilidade civil por ilícito, os tribunais estão mais propensos a desconsiderar a pessoa jurídica do que no caso de contratos” por conta da “lógica econômica dos riscos”). Contrariamente à teorização de Posner, ver Ana Caroline Santos Ceolin, *Abusos na Aplicação da Teoria da Desconsideração da Personalidade Jurídica*, Belo Horizonte, Del Rey, 2002, pp. 105-106 (concluindo que o doutrinador não pode fazer ressalva quanto ao caráter das obrigações da empresa onde o legislador não o fez). Ver também Eduardo Secchi Munhoz, *Empresa Contemporânea e Direito Societário – Poder de Controle e Grupos de Sociedades*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002, pp. 159-161 (examinando estudos norte-americanos que demonstram empiricamente que a jurisprudência daquele país não adota, na prática, as prescrições do modelo posneriano).

vem uma *expertise* na precificação do dinheiro no tempo). Mas será que outros credores contratuais também podem fazer esse tipo de estimativa? Por exemplo, suponha que uma empresa fornecedora de qualquer produto o venda para comercialização em lojinhas de bairro e grandes supermercados. Será mesmo razoável supor que todas as partes – o fornecedor, a lojinha de bairro e os supermercados – tenham realmente essa capacidade de precificar seus riscos?⁷

Aqui convém mencionar um ponto a que já aludi muitas vezes, e ao qual ainda retornarei. À exceção dos agentes financeiros, esse cálculo exato raramente é feito; e mesmo quando é feito, ele pode ser bastante impreciso. Preços são basicamente sistemas de transferência de informações, e não soluções para modelos matemáticos que tentam dar ao mundo uma simplicidade que ele não possui. Apenas para ilustrar, é possível (e, aliás, é comum) que o sócio decida pagar dívidas da empresa mesmo quando esta funciona sob responsabilidade limitada – e isso simplesmente para manter sua reputação no comércio.

Com as ferramentas que a humanidade possui hoje (e aqui incluo as ferramentas estatísticas e econométricas) ainda não é possível fazer uma mensuração absolutamente precisa das chances de adimplemento e inadimplemento. É bem verdade que, na opinião de alguns, os jogos computacionais no futuro poderão nos ajudar a caminhar muito no sentido de aumentar a calculabilidade dos fatos. Mas o fato é que ainda não chegamos lá.

De qualquer forma, é aceitável postular que nas relações contratuais haja uma estimação sobre a solvência dos credores, e que tal estimação esteja refletida no valor das prestações. Isso é verdade, reitere-se, a despeito de limitações cognitivas, estatísticas, e também a despeito dos vieses distorsivos das pessoas de um modo geral. A teoria contratual, no fundo, constrói-se sobre essa premissa.⁸

7. Sobre o tema ver Fernando Araújo, *Teoria Económica do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2007, pp. 449-450 (notando que “a formação do consenso gera a favor do contrato uma presunção de justiça substantiva que deriva, por sua vez, da presunção de que é possível às partes discernirem e coordenarem a realização comutativa dessa justiça”; porém “o acatamento das regras formais de jogo não assegura resultados, e por isso não exclui todas as práticas lesivas e fraudulentas”).

8. Cf. James Gordley, *Foundations of Private Law. Property, Tort, Contract, Unjust Enrichment*, Oxford, Oxford University Press, 2006, pp. 361-362 (elucidando como a formação do preço em mercado reflete fatores como “necessidade, escassez e custo” dos bens de mercado; sendo esse último fator, o custo, resultado do trabalho, gastos e risco envolvidos na produção).

Um comerciante vende a prazo para diferentes clientes a diferentes preços, e é normal e razoável que proceda desse modo. Não é por outra razão que nosso velho Código Comercial exigia que os “costumes da praça” fossem levados em conta na resolução de controvérsias.⁹ Por exemplo, o fornecedor provavelmente aceitará vender a prazo para os grandes supermercados (cujo risco de crédito é baixo), mas talvez exigirá pagamento à vista nas suas vendas às lojinhas de bairro (cujo risco de crédito é geralmente mais alto). Ou então o fornecedor poderá simplesmente cobrar preços diferentes de cada um deles, oferecendo descontos maiores para os maiores clientes, como é comum. E o fornecedor poderá, ademais, exigir da pequena lojinha que, para vender a prazo, lhe seja dada uma garantia pessoal do sócio.

7.1.3.2 Preços e limitação de responsabilidade do sócio

Lembremo-nos que estamos aqui a tratar do aumento do risco de credores que surge por conta da limitação de responsabilidade do sócio. O ponto que desejo enfatizar, então, é o seguinte: se o aumento do risco de crédito (devido à limitação de responsabilidade do sócio) está desde logo refletido no valor da prestação contratual – por exemplo, na forma de um preço um pouco mais alto ou de uma condição de pagamento um pouco diferente –, então há plena compensação. Na terminologia econômica, dizemos que na relação entre as partes não há “externalização de riscos”.¹⁰

Quando o risco adicional pela limitação de responsabilidade do sócio está precificado e embutido na prestação contratual, pode-se dizer, ademais, que o credor obteve uma *compensação ex ante facto*. Como se vê, a *compensação ex ante facto* é comparável a uma perda sofrida por um indivíduo que, voluntariamente, compra um bilhete de loteria e não leva o prêmio. Cada perda é o resultado de uma aposta voluntária que é plenamente compensada no momento da compra do bilhete de loteria. É como se a pessoa que comprasse o bilhete de loteria tivesse consentido com a perda potencial.

9. Código Comercial, art. 131: “Sendo necessário interpretar as cláusulas do contrato, a interpretação, além das regras sobreditas, será regulada sobre as seguintes bases:” (...). 4 – “o uso e prática geralmente observada no comércio nos casos da mesma natureza, e especialmente o costume do lugar onde o contrato deva ter execução, prevalecerá a qualquer inteligência em contrário que se pretende dar às palavras”.

10. Cf. Capítulo 5.

7.1.3.3 Implicação normativa do Modelo Básico

Se tudo isso é verdade, então é possível concluir que a *compensação ex ante facto* pelo incremento de risco gerado pela ausência de responsabilidade do sócio é expectável nas obrigações que surgem a partir de relações voluntárias (especialmente em contratos), mas não nos créditos que surgem involuntariamente (como em um dano sofrido por um consumidor que utiliza produto defeituoso). A implicação normativa que daí se tira é a seguinte: em empresas operando sob um regime de responsabilidade limitada, se não há ardid ou fraude, somente os credores involuntários (mas não os voluntários) podem judicialmente exigir a responsabilização do sócio.

7.2 Crítica ao Modelo Básico

O Modelo Básico fornece uma plataforma organizada para se refletir globalmente sobre o problema da responsabilização de terceiros. Embora útil, tal modelo é, todavia, insuficiente para pautar uma doutrina jurídica a respeito das circunstâncias em que sócios devem ser responsabilizados por dívidas da empresa. No Capítulo 5 analisamos diversos dos problemas enfrentados pela formulação de modelos econômicos pautados pela Teoria dos Custos de Transação para a solução de problemas ligados à responsabilidade empresarial.¹¹ Adiante generalizarei aquela discussão. Mostrarei que as dificuldades do Modelo Básico decorrem principalmente de quatro motivos: um de natureza estritamente jurídica, o segundo ligado à legitimidade política do Estado brasileiro, o terceiro relacionado aos limites do paradigma econômico subjacente ao Modelo Básico e o quarto de natureza pragmática.

7.2.1 O problema da legalidade

Na concepção ocidental, a noção de Estado de Direito pressupõe que todas as ações possam ser justificadas com base em uma lei estatal. Não há Estado de Direito sem vinculação ao texto de lei. Posto como está, portanto, o Modelo Básico pode ser, no máximo, uma proposição de *lege ferenda*, isto é, uma aspiração sobre o que a lei deve, mas ainda não pode ser. A elaboração de uma doutrina requer, portanto, que o texto legal seja parte do percurso argumentativo. A Economia, Filosofia e Sociologia não bastam.

11. Cf. Capítulo 5, item 5.2.2.3.

7.2.1.1 A imperatividade da lei

Um refinamento do Modelo Básico que articulamos acima parte da observação de que as soluções doutrinárias a ser apresentadas deverão estar vinculadas ao texto da lei. Caso contrário, afastamo-nos do Estado de Direito. Isso quer dizer pelo menos que (i) as disposições claras e inequívocas da lei devem em princípio prevalecer e (ii) a lei deve fazer parte do percurso argumentativo das soluções doutrinárias apresentadas.

7.2.1.2 Deve haver responsabilização por ato ilícito causador de dano

Toda pessoa responde por danos ilícitos e culposamente causados a terceiros. Esse é o conhecido preceito do *alterum non laedere*, que determina respeitarem-se as pessoas e bens alheios, conforme preceitua o art. 927 do Código Civil. Esse preceito é aplicável a qualquer um, inclusive ao sócio (mas também ao administrador, contratante etc.) da empresa. Evidentemente, esse preceito geral se aplica tenha o dano se produzido em meio a uma relação originalmente voluntária (um contrato, por exemplo) ou involuntária (um ilícito cível, por exemplo). Mesmo os mais entusiastas defensores de um estrito regime de limitação da responsabilidade concordam que é correto responsabilizar sócio por comportamento abusivo ou fraudulento,¹² sendo certo que o desvio de finalidade e a confusão patrimonial já bastam para esse fim.

7.2.1.3 As regras de imputação objetiva prevalecem

O Modelo Básico sugeriu que, em empresas operando sob um regime de responsabilidade limitada, somente os credores involuntários (mas não os voluntários) podem judicialmente exigir a responsabilização do sócio. Mesmo que se aceite essa ideia como um ponto de partida, disposições expressas da lei imporão, em alguns casos, condicionantes intransponíveis. A situação mais clara surge quando houver disposição legal expressamente determinando a responsabilização objetiva (isto é, independentemente da culpabilidade) do sócio por dívida da empresa.

A Lei 9.447/1997 oferece um bom exemplo. Esta determinou a responsabilidade solidária de controladores de instituições financeiras

12. Ver, e.g., Fernando Schwarz Gaggini, *A Responsabilidade dos Sócios nas Sociedades Empresárias*, São Paulo, Livraria e Editora Universitária de Direito, 2013, p. 111 (“o benefício [da limitação de responsabilidade do sócio nas sociedades limitadas] não é absoluto, pois é destinado, exclusivamente, a proteger o sócio de boa-fé e honesto, mas de má sorte em seus negócios”).

submetidas a regime de intervenção, administração especial temporária e liquidação extrajudicial. Pode-se até questionar, do ponto de vista econômico ou político, se a lei é desejável: isso faz parte do debate político e econômico. Mas não vejo como sustentar, juridicamente, que somente os credores involuntários possam buscar a responsabilização dos sócios controladores nas hipóteses inequivocamente previstas na Lei 9.447/1997.

Generalizando, tem-se então que a lei poderá inequivocamente estabelecer a responsabilidade objetiva de terceiro, inclusive de sócio. Quando isso ocorre, os sócios são responsáveis por dívidas da empresa perante quaisquer credores, sejam eles voluntários ou involuntários.

7.2.2 O problema da legitimidade política

7.2.2.1 O modelo básico generaliza demais

A mera caracterização de um credor como “voluntário” ou “involuntário” esconde uma série de diferenças entre os integrantes de cada um desses dois grupos. Por exemplo, tanto os contratantes comerciais quanto os empregados podem, a rigor, ser considerados credores voluntários. Afinal, comerciantes contratam entre si, o mesmo ocorrendo entre empresas e empregados.

Contudo, no Brasil, por diversos motivos, inclusive a existência de um regime jurídico próprio, tornou-se inescapável analisar contratantes e empregados separadamente. Isso quer dizer que é preciso refinar a categoria de credores “voluntários” para encontrar, dentro desse grande grupo, critérios que tenham no contexto atual a necessária legitimidade política.

7.2.2.2 Os ramos jurídicos autônomos não podem ser ignorados

Todo o esforço empreendido nesta obra tem sido no sentido de tratar o tema da responsabilização empresarial de terceiros de forma holística e verdadeiramente sistemática. Mas o emprego de um olhar mais global não afasta a necessidade de considerar não apenas as regras, mas também certos pressupostos políticos subjacentes a cada campo do Direito. Isto é, não é possível fazer doutrina olhando o Direito apenas *de fora para dentro*; é preciso também fazer o percurso *de dentro para fora*.

Uma coisa é aceitar a necessidade de integrar considerações de natureza econômica na discussão do regime de responsabilidade em-

presarial – o que me parece correto.¹³ Outra coisa muito diferente seria sustentar que o texto de lei deva ter apenas um papel opinativo no sistema jurídico, ou mesmo que possa ser ignorado. Isso não é aceitável, porque o decisor deve continuar vinculado à letra da lei. Mesmo uma visão pragmática do Direito como a que defendo aqui não autoriza o intérprete a ignorar o texto legal ou a tratá-lo apenas como uma alegoria. Segue que em cada campo do Direito será necessário ter em conta as leis especificamente aplicáveis, e não será lícito ignorar nem a doutrina, nem a jurisprudência existentes (embora seja possível delas justificadamente divergir). O Modelo Básico, na forma preliminar acima enunciada, provavelmente causará arrepios, digamos, nos profissionais das áreas de direito trabalhista e de direito do consumidor, e esse não é um dado irrelevante.

7.2.2.3 Limites do paradigma filosófico comutativo

Um modelo pautado apenas pela distinção entre credores voluntários e involuntários está em relativo descompasso com a filosofia política inspiradora da Constituição Federal de 1988. Por isso, falta-lhe pragmaticidade – porque um modelo só será prático se for exequível, e para ser exequível tem que espelhar visões aceitáveis na sociedade.

A distinção entre credores voluntários e involuntários talvez esteja, em última análise, fundada na separação aristotélica entre a justiça comutativa voluntária e a justiça comutativa involuntária.¹⁴ Essa distinção, feita no interior de um mesmo gênero, a comutação, traduz um critério de igualdade aritmética aplicável ao reequilíbrio de trocas deliberadas, como contratos, e de trocas acidentais, como atos ilícitos causadores de danos. Importará, nesses casos, apenas o valor econômico dos ganhos e das perdas, que, de modo aritmético – ou seja, por meio de simples operações numéricas –, servirá de parâmetro para o reequilíbrio. Há um longo debate, tanto filosófico quanto jurídico, sobre como calcular esses valores – tornar comensuráveis coisas que a rigor não são –, mas esse não é, a meu ver, o principal problema.

O desafio é bem mais fundamental: a moderna estrutura de produção e circulação de riqueza caracteriza-se também por estruturas pau-

13. Desenvolvo essa ideia em Mariana S. Pargendler e Bruno M. Salama, “Direito e consequência no Brasil: em busca de um discurso sobre o método”, *Revista de Direito Administrativo*, n. 257, Rio de Janeiro, Brasil, 2013.

14. Cf. James Gordley, *Foundations of Private Law, Property, Tort, Contract, Unjust Enrichment*, cit., p. 160.

tadas antes pela *distribuição* que pela *comutação*.¹⁵ Nesses casos, um modelo baseado exclusivamente em igualdades aritméticas pode não ser suficiente para lidar com problemas práticos.¹⁶

Como procurarei destacar no texto que segue, características particulares dos agentes econômicos – se quiséssemos usar a terminologia aristotélica, os “méritos” –, tais quais a categoria do credor em questão ou a estrutura da empresa devedora, passam a ser fundamentais para a determinação dos regimes de responsabilidade. O que passa a estar em jogo, então, é a justiça distributiva.¹⁷ Isso não quer dizer que visões libe-

15. Nesse sentido, José Manoel de Arruda Alvim Netto, “A evolução do Direito e a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça na busca do equilíbrio entre culpa e risco na fundamentação da responsabilidade civil: estudo de caso sobre a responsabilidade por fato de terceiro”, in Ana Frazão e Gustavo Tepedino, *O Superior Tribunal de Justiça e a Reconstrução do Direito Privado*, São Paulo, Ed. RT, 2011, p. 167 (“[m]uitos direitos suscetíveis de lesão não mais se contentavam com a realização da justiça simplesmente comutativa; era preciso voltar os olhos para critérios respaldados por um ideal de justiça distributiva, fundado na solidariedade social. A expansão das atividades que acarretam risco aos indivíduos e a sociedade em geral parece compatibilizar-se melhor com um critério reparativo que, ao invés de obrigar que ‘cada um dê ao outro aquilo que lhe é devido’, cuida de distribuir os recursos de maneira mais equilibrada possível, de tal modo que ‘a própria sociedade se encarregue de equilibrar as perdas ocasionadas aos indivíduos’”).

16. Essa ideia, aliás, encontra respaldo inclusive entre alguns expoentes da Análise Econômica do Direito. Cf. Guido Calabresi, “About law and economics: a letter to Dworkin”, *Hofstra Law Review* 8, 1980.

17. Concordo, nesse particular, com a observação de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, em *O Poder de Controle na Sociedade Anônima* (1976), 4ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 486, quando notam que “[p]arece fundamental, portanto, buscar um caminho intermediário que permita aliar à eficiência a justiça distributiva”. Concordo, igualmente, com os mesmos autores quando defendem a “análise econômica em sentido próprio, que visa a análise de resultados e não a definição do direcionamento legal” (p. 482). No mesmo sentido, Eduardo Secchi Munhoz, *Empresa Contemporânea e Direito Societário – Poder de Controle e Grupos de Sociedades*, cit., p. 24 (“A conclusão de que a escola econômica é desprovida de valor como teoria política do Direito não lhe retira a utilidade, porém, como instrumental de análise (...). Nesse sentido, o estudo do direito societário não pode prescindir da análise do efeito econômico de seus institutos e regras”). Já me posicionei no passado de forma convergente em diversos trabalhos, inclusive em Bruno Meyerhof Salama, “De que forma a Economia auxilia o profissional e o estudioso do Direito?”, *Economic Analysis of Law Review*, v. 1, n. 1, 2010, p. 6 (“o ponto central da análise econômica do direito não é saber se a eficiência pode ser igualada à justiça; ela não pode. A questão é pensar como a busca da justiça pode se beneficiar do exame de prós e contras, dos custos e benefícios”). Por outro lado, entendo que haja paralelos importantes entre o debate sobre o justo na seara jurídica e a eficiência.

rais serão necessariamente ignoradas. Significa apenas que não poderão ser naturalizadas. Isto é, justificadamente é possível retomar postulados liberais. Mas não é possível fazê-lo apenas sob o manto da tradição ou da autoridade.

7.2.3 Alguns limites do paradigma econômico da eficiência estática

7.2.3.1 A complementaridade da eficiência dinâmica

O tema da alocação ótima de riscos diz respeito àquilo que em economia se chama de eficiência “estática”, porém esse tipo de raciocínio tem limites. A eficiência estática considera custos e benefícios em um dado momento, mas deixa de lado os incentivos e efeitos esperados no longo prazo.¹⁸ Já a eficiência “dinâmica” busca balancear as preocupações de curto e longo prazos, e por isso seu foco é mais amplo: em vez de girar em torno da alocação ótima de recursos e riscos em um dado momento, preocupações de eficiência dinâmica atribuem também um grande peso às condições que possam fomentar o desenvolvimento econômico ao longo do tempo.

7.2.3.2 Nem todo custo deve ser internalizado

A discussão dos arranjos institucionais acerca da responsabilidade de sócios exclusivamente sob o ponto de vista da eficiência estática deixa de lado um fato importante. Pode ser socialmente indesejável que as empresas internalizem os custos e riscos de todas as suas atividades. Em muitas situações, a sociedade tolera ou mesmo encoraja agentes econômicos a externalizarem custos e riscos. Por exemplo, a produção de automóveis traz uma série de externalidades, não só durante o processo produtivo, mas também porque a própria circulação de automóveis traz uma série de outros danos, inclusive acidentes e poluição. Mas em vez de banir a produção de automóveis, a sociedade a incentiva, e isso por

Cf. Bruno Meyerhof Salama, “O que é pesquisa em Direito e Economia?”, *Caderno Direito GV*, n. 22, mar. 2008 (“O desperdício de recursos é, no mínimo, indesejável. Há, portanto, algo de intuitivo no emparelhamento entre eficiência (que corresponde à ausência de desperdício) e justiça”).

18. Sobre o tema, cf. Bruno Meyerhof Salama, “The art of law & macroeconomics”, *74 University of Pittsburgh Law Review*, 2, 2012 (notando que a Análise Econômica do Direito originalmente se preocupava quase de modo exclusivo com questões de eficiência estática, mas a partir da década de 1990 a eficiência dinâmica passou a ocupar um espaço cada vez mais relevante).

vários motivos, inclusive o de que a produção e a circulação de automóveis geram empregos e principalmente impostos.

De fato, a atividade produtiva das empresas gera externalidades negativas e positivas. Dito de forma simples: os sócios não sofrem todos os custos (ou males) gerados pelas suas empresas; mas tampouco se aproveitam de todos os benefícios gerados por elas. Antes de tudo, não nos esqueçamos de que as empresas pagam impostos, de modo que o Estado é, em termos econômicos, uma espécie de “sócio” das empresas. E adiante-se: como vimos no Capítulo 3, trata-se de um sócio bastante guloso.

Além disso, as atividades das empresas geram uma série de *transbordamentos*, isto é, há muito conhecimento que se produz em uma empresa que acaba sendo transferido às demais, e indiretamente à sociedade (pense, por exemplo, no caso de um empregado que aprende um ofício ou uma técnica produtiva e a repassa à empresa concorrente quando troca de emprego).

É preciso, portanto, ter cuidado ao se tratar de questões na base da internalização e externalização de riscos e custos, principalmente porque (i) as atividades econômicas nas empresas geram externalidades negativas, mas também externalidades positivas e (ii) não é possível mensurá-las todas corretamente.

7.2.3.3 O substrato empírico do Modelo Básico é questionável

É aceitável imaginar que nas relações contratuais haja uma estimação sobre a solvência e os riscos das partes com quem se contrata, e que essa estimação esteja refletida no preço das prestações. Para levar a sério essa hipótese não é preciso pressupor plena racionalidade, nem ausência de assimetrias informacionais, nem muito menos mercados perfeitamente competitivos. Por outro lado, daí não segue que os cálculos e a compensação *ex ante facto* de que viemos falando ocorram sempre nem que as estimações sejam perfeitas.¹⁹

19. Em *O Novo Direito Societário*, São Paulo, Malheiros Editores, 4ª ed., 2011, p. 266, Calixto Salomão Filho afirma que “a análise evolutiva das taxas de juros bancários não demonstra uma diferença entre taxa de risco exigida pelos bancos para as sociedades com e sem responsabilidade”. O mesmo é dito em Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima* (1976), cit., p. 485. A base indicada para a afirmação é o artigo “Stellungnahme von M. Lehmann”, de autoria não informada, publicado em 1985 em ZGR, p. 382. Essa observação de Salomão Filho é consistente com alguns dos estudos que mencionei no Apêndice 2 ao Capítulo 5. Por outro lado, de se notar que existem no Brasil inúmeros estudos indicando que a taxa de juros nos empréstimos é impactada pela

Seguem daí duas ideias. Primeiro, para além da macrodistinção entre credores voluntários e involuntários, convém refinar a aplicabilidade do Modelo Básico para cada tipo de credor da empresa. Disso se cuidará minuciosamente logo adiante. Segundo, ainda que se descarte o Modelo Básico como *justificativa* (por conta da ausência de evidência conclusiva da sua validade empírica), é possível manter suas principais *prescrições* (isto é, em síntese, a distinção básica entre credores voluntários e involuntários como ponto de partida, mesmo que sujeita a refinamentos).²⁰ Para tanto, basta reconhecer, em linha com as conclusões do Capítulo 5 desta obra, que as prescrições do Modelo Básico são consistentes com uma defesa moderada da eficiência econômica da responsabilidade limitada e com uma interpretação teleológica do ordenamento jurídico brasileiro.²¹

7.2.4 O problema do Estado como credor

Finalmente, é preciso notar que o Modelo Básico não dá conta adequadamente da maioria das situações em que a posição de credor da

qualidade das garantias (cf., e.g., Pedro Fachada *et al.*, *Sistema Judicial e Mercado de Crédito no Brasil*. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, n. 35, 2003, entre muitos outros). De fato, hoje está plenamente demonstrado que a existência de mecanismos eficientes para a recuperação do crédito explica a menor taxa de juros e o maior volume de crédito no caso dos financiamentos para automóveis, das operações de *vendor* e dos ACCs, comparativamente ao que se observa no caso do crédito pessoal, cheque especial e conta garantida (cf. Aloísio Araújo e Eduardo Lundberg, “A nova legislação de falências – uma avaliação econômica”, in Luiz Fernando Valente Paiva (org.), *Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*, São Paulo, Quartier Latin, 2005). Ora, como vimos, a responsabilidade ilimitada se assemelha, funcionalmente, a uma garantia ou seguro implícito; daí inclusive a formulação de Comparato sobre *obrigações de garantia* discutida em Fábio K. Comparato, *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*, Capítulo 2, “Obrigações de meios, de resultado e de garantia”, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 537.

20. Esse percurso parece ser similar ao de alguns dos societaristas brasileiros. Cf., e.g., Salomão Filho em *O Novo Direito Societário*, São Paulo, cit., p. 272: “Assim se podem individualizar dois grupos de credores, cada um deles internamente heterogêneo (...). O primeiro grupo é composto pelos credores profissionais ou institucionais, geralmente instituições financeiras. (...). O segundo grupo, ao contrário, é composto [por] tanto os credores de delito, que não negociaram com a sociedade, como os credores que tiveram a possibilidade teórica mas não efetiva de informar-se sobre a situação da sociedade – ou, em termos mais técnicos: não têm o dever de informar-se em face de seus escassos meios econômicos e do alto custo da informação”.

21. Até porque, para referir-me à obra de Calixto Salomão Filho novamente, “[a] vinculação do insucesso econômico do empresário à sua ruína pessoal é sem dúvida um *custo muito alto* que desincentiva a atividade empresarial” (cf. *O Novo Direito Societário*, cit., p. 241).

empresa é ocupada pelo Estado. Quando um ente estatal negocia contratualmente com uma empresa é até possível conceber a existência de compensação *ex ante facto* pelo aumento de risco gerado pela limitação de responsabilidade do sócio. Mas, por exemplo, considere a situação em que o Estado figura na qualidade de credor de um tributo não pago: seria o Estado, nesse caso, um credor voluntário ou involuntário?

Aparentemente, pode-se argumentar que a dívida tributária põe o Estado simplesmente na posição de credor involuntário. Afinal, a tributação decorre de mera incidência da lei sobre ato unilateral, e não de acordo negociado entre Estado e empresa. Também por isso, o Estado não pode ser compensado *ex ante facto* por qualquer aumento de risco de inadimplemento. Portanto, inexistindo responsabilidade dos sócios, estes teriam incentivos para subcapitalizar as empresas, gerando distorções relativamente às empresas capitalizadas, como sugerido pelo Modelo Básico. Daí a conveniência de corresponsabilizar sócios.

Mas essa analogia entre o Estado e um credor involuntário privado é bastante imperfeita. Primeiro, é o próprio Estado o ente a fixar as condições de incidência dos tributos (alíquota, fato gerador e base de cálculo). Segundo, atribui-se ao Estado (inclusive por conta de disposição constitucional) uma função promocional da atividade econômica, e por conta desta talvez caiba ao Estado suportar certas perdas perante alguns devedores a fim de incentivar a atividade econômica como um todo.

Adiante, ao refinar o Modelo Básico, retomarei o exame das situações em que o Estado figura como credor da empresa. Por ora, adianto apenas que a utilização do Modelo Básico para reger tais situações deve ser feita com grande cautela.

7.3 O modelo básico refinado

Diante das críticas apresentadas no item 7.2 acima, não há outra alternativa senão buscar *refinar* o Modelo Básico, de modo a integrar aspectos jurídicos, políticos e econômicos necessários para o aprimoramento da disciplina jurídica da responsabilidade empresarial de sócios no contexto brasileiro. Só assim poderemos elaborar uma doutrina que seja juridicamente consistente, contextualizada e que conduza a resultados eficientes. É esse o meu objetivo adiante.

Para tanto, além de integrar as críticas formuladas ao Modelo Básico, tratarei da situação do Estado em separado dos demais credores privados. Divido o exercício da seguinte forma. Início analisando a posição de credores voluntários privados (item 7.3.1). A seguir, passo

ao exame da situação das vítimas de ilícitos cíveis (isto é, dos credores involuntários privados – item 7.3.2). Finalmente, discuto a situação do credor público, isto é, do Estado ocupando a posição de credor de empresas privadas (item 7.3.3).

7.3.1 Credores voluntários privados

Nem todo credor voluntário está em condições de se compensar *ex ante facto*, isto é, de embutir no preço e nas condições do contrato os riscos relativos à solvência da empresa devedora. A capacidade de precificar e embutir os riscos de perda no valor das obrigações voluntariamente assumidas depende de diversas considerações sobre o credor, duas das quais são particularmente importantes: (i) da sua capacidade de precificar riscos e (ii) do seu poder de barganha.

A capacidade de precificar riscos depende principalmente de terem os credores voluntários acesso a informações da empresa e capacidade de processarem tais informações. As informações de que ora falamos são aquelas que permitem estimar (aproximadamente, pelo menos) as chances de quebra da empresa e a consequente redução da capacidade da empresa de honrar os compromissos acertados com os credores. Informações desse tipo são necessárias para estabelecer o valor da compensação *ex ante facto* a ser embutida nas prestações da relação contratual.

Já o poder de barganha depende principalmente da demanda da empresa pelo bem ou serviço ofertado pelo contratante.²² De nada adianta um credor ser capaz de precificar com alguma precisão o valor da compensação *ex ante facto* que lhe cabe pelo aumento do risco de solvência dos seus créditos se não dispõe, na prática, de força para exigir a correspondente elevação da prestação da empresa.

A depender principalmente dessas duas considerações – uma informacional, outra de força de negociação – um credor voluntário terá condições (ou não) de efetivamente se compensar *ex ante facto* pelo aumento do risco gerado pela limitação da responsabilidade do sócio. No entanto, essa observação deve ser qualificada: isso só ocorrerá se o credor tiver informações e poder de barganha suficientes.

22. Discuti detalhadamente a chamada “teoria da barganha” em outros trabalhos. Ver Bruno Meyerhof Salama e Daniel Benoliel, “Towards an intellectual property bargaining theory: the post-WTO era”, *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 32, 2010.

Essas ideias são um pouco abstratas e convém discuti-las de maneira mais aplicada. Para tanto, vou comparar a situação de três tipos de credores voluntários da empresa: os contratantes comerciais, os empregados e os consumidores.

7.3.1.1 Contratantes comerciais

Há bons motivos para se supor que, de um modo geral, os contratantes comerciais em mercado possam se compensar *ex ante facto* bem mais facilmente do que os empregados e consumidores. Credores comerciais estão geralmente mais bem-informados do que consumidores, e geralmente possuem maior poder de barganha do que empregados. As próprias práticas do comércio parecem refletir essas ideias.

Bancos, por exemplo, frequentemente exigem garantias dos sócios das empresas com as quais contratam. Para ilustrar, a praxe no desconto de duplicatas é exigir o aval do sócio, e a praxe na concessão de empréstimos é exigir não apenas garantias da empresa (penhor, hipoteca etc.), mas também o aval do sócio. (E, de todo modo, a taxa do desconto bancário é geralmente maior quando não há garantia do sócio.)

Da mesma forma, fornecedores comerciais geralmente cobram um preço mais elevado para vendas a prazo do que para as vendas à vista, e podem embutir no preço das vendas a prazo um valor adicional quando vislumbrarem o aumento do risco de solvência de seus clientes. Nesses casos, é de se supor que os contratantes comerciais possam ter um retorno econômico que lhes compense (aproximadamente, pelo menos) pelo aumento do risco gerado pela limitação da responsabilidade do sócio.

Essa é apenas uma generalização. Em alguns mercados o poder de barganha das empresas pode ser grande a ponto de impedir a compensação *ex ante* por parte de seus credores comerciais. Essa redução do poder de barganha de contratantes da empresa tende a ocorrer quando a empresa possui grande poder de mercado.²³

Por exemplo, a empresa pode ser a maior compradora ou até mesmo a única compradora de bens ou serviços ofertados por um determinado contratante. Aqui há, então, monopólio ou, em termos mais técnicos,

23. Em “Towards an intellectual property bargaining theory: the post-WTO era”, cit., *University of Pennsylvania Journal of International Law*, pp. 290-309, apresento uma teorização das circunstâncias que aferem maior ou menor poder de barganha para uma parte em uma negociação. A discussão se põe no contexto das negociações sobre tecnologias patenteadas na indústria de fármacos, mas pode ser facilmente generalizada para o presente caso.

monopólio. Um monopólio surge quando há apenas um vendedor de um produto para o qual não existe um substituto próximo. O monopólio, da mesma forma, surge quando há apenas um comprador de um produto para o qual não existe um substituto próximo.

Como se vê, a situação conceitualmente oposta à do monopólio não é a do monopólio, mas sim a da concorrência perfeita. Sob concorrência perfeita, diversos compradores e vendedores substituem perfeitamente uns aos outros. Mas a diminuição de substitutos causa uma diminuição de concorrência e cria situações em que contratantes terão poder de mercado. Uma consequência pode ser a impossibilidade de uma parte na negociação compensar-se pelo aumento de risco apresentado pela outra.

Além do monopólio, um credor de uma empresa pode ter seu poder de barganha reduzido por conta da *especificidade* dos seus ativos.²⁴ Ativos específicos são aqueles que têm um grande valor em uma aplicação específica, mas não em outras. O grau de especificidade de um ativo é importante porque determina o grau de exposição do titular do ativo a comportamentos oportunistas. Assim, quanto maior a especificidade do ativo que se oferta, tanto menor o poder de barganha do ofertante.

Embora os riscos do poder de mercado sejam reais, é possível postular que, de um modo geral, as partes são capazes de precificar suas posições e interesses de modo razoável em mercado. A bem da verdade, se fôssemos levar em conta o poder de mercado das partes em cada negociação, todos os preços acordados poderiam ser questionados a partir de uma discussão sobre o “preço justo”. As regras e doutrinas jurídicas estão sempre em uma linha tênue: se são muito gerais, correm o risco de ser injustas. Se são específicas e detalhadas demais, não são práticas. E a discussão do preço justo em cada caso é, antes de tudo, complicada demais, e, portanto, não é prática.

Assim sendo, concluo da seguinte forma:

A limitação de responsabilidade da empresa deve ser, de um modo geral, preservada ante credores comerciais. Muito embora nem todos esses credores possam obter uma *compensação ex ante facto* adequada, é aceitável supor que a maioria deles poderá pelo menos obter uma *compensação ex ante facto* razoável. Essa é a regra, e sobre ela podem ser aplicadas *exceções*; caberá ao juiz avaliar se as circunstâncias e elementos do caso concreto são suficientes para excepcioná-la.

24. Discuti em mais detalhes o conceito de especificidade de ativos no Apêndice 1 ao Capítulo 5.

Convém, portanto, seguir a regra disposta no art. 50 do Código Civil, e interpretá-la sempre como articulação de um princípio de responsabilização subjetiva. Isso quer dizer, de forma simples, o seguinte: diante de credores voluntários, somente se deve responsabilizar os sócios caso estes tenham abusado da personalidade jurídica, seja na forma de desvio de finalidade ou de confusão patrimonial. Esse abuso da personalidade jurídica não pode ser presumido: deve ser alegado e provado.

7.3.1.2 Empregados

Tendo examinado a situação dos credores comerciais, convém agora contrastá-la com a situação dos empregados. Em tese, nada obsta a que um empregado venha a se compensar *ex ante facto* pelo risco adicional causado pela limitação da responsabilidade do sócio. Por exemplo, um empregado talvez aceite trabalhar para uma grande empresa ganhando menos do que ganharia em uma pequena empresa por saber, entre outras coisas, que as chances de a grande empresa quebrar são menores do que as da pequena empresa (inclusive, porque grandes empresas podem ter empresas coligadas que podem evitar a sua quebra). Todo o mais mantido constante, o valor que o empregado deixa de ganhar por trabalhar na grande empresa – os economistas chamariam-no de “prêmio de risco” – é compensado pela diminuição do seu risco de ficar desempregado.

Exemplos como esse são reais, mas podem não ser prevalentes. Em muitos casos, a compensação *ex ante* em relações de trabalho não ocorre. Primeiro, por um problema informacional. É razoável supor que, de um modo geral, empregados tenham poucas condições práticas de avaliar os riscos do negócio a que se vinculam. Se não identificam corretamente seus riscos, segue o argumento, não podem se compensar *ex ante*.

É claro que isso não ocorrerá com todo tipo de empregado. Alguns empregados, especialmente os mais graduados, podem estar totalmente cientes da dinâmica financeira da empresa, e não raro podem ser as pessoas mais bem posicionadas para fazer uma boa estimativa de seu risco de solvência.

Um ponto adicional diz respeito ao poder de barganha dos empregados. Nos mercados em geral, o mais comum é a ausência de exclusividade no desempenho do objeto do contrato. Por exemplo, um fornecedor comercial frequentemente pode diversificar seu *pool* de clientes, e um consumidor pode consumir bens ou serviços fornecidos por diferentes empresas. Mas nos contratos de emprego a exclusividade da prestação é a regra, não a exceção.

Isso não quer dizer que uma relação de trabalho não seja contratual (como se debateu no Brasil na primeira metade do século XX)²⁵ ou que ela não seja voluntária (como ocorreu no Brasil até o final do século XIX): um contrato de trabalho traduz a compra e venda da força de trabalho, e nisso se assemelha a qualquer contrato de prestação de serviços. Dito de forma simples, na relação de trabalho há contrato, e há voluntariedade.

No entanto, nas relações de trabalho o crédito contra a empresa representa grande parte, e na maioria dos casos a totalidade, dos créditos detidos pelo empregado. Além disso, o crédito salarial tem, na maioria dos casos, natureza alimentar. Esse quadro tende a deslocar o poder de barganha do empregado para a empresa. É por isso, inclusive, que há na doutrina jurídica e jurisprudência trabalhista diversas manifestações que igualam a situação do empregado à de um credor involuntário.²⁶

Generalizando, pode-se dizer o seguinte: se o mercado de trabalho for razoavelmente transparente, competitivo e com poucas barreiras de entrada, os empregados de um modo geral poderão se compensar *ex ante facto* e não há por que se cogitar da responsabilização do sócio por dívida trabalhista da empresa. Contudo, há motivos para supor – na verdade, este é o pressuposto político da legislação trabalhista brasileira – que essas condições ideais não ocorrerão em muitos casos, e que, portanto, frequentemente não haverá na esfera trabalhista compensação *ex ante* pelo risco adicional gerado pela limitação de responsabilidade do sócio. Essa observação, acrescente-se, tende a ser especialmente verdadeira no caso de empregados menos graduados.

Isso não quer dizer que empregados jamais tomem decisões adequadamente calculadas. Por exemplo, um empregado dificilmente troca uma grande e sólida empresa pela mesma função em um pequeno negócio, a não ser que vá ganhar um salário bem maior, que o local de trabalho fique bem mais próximo da sua residência, que enxergue possibilidades de ascensão profissional ou que prefira o ambiente mais descontraído do pequeno negócio.

Em todos esses casos, o trabalhador que troca de empresa assume maior risco, mas o faz voluntariamente por conta de um cálculo de custo e benefício, e desse modo se compensa *ex ante facto* pelo risco que assume justamente por acreditar que o novo emprego lhe será mais vantajoso.

25. Cf. Capítulo 2.

26. Vide por exemplo Hermelino de Oliveira Santos, *Desconsideração da Personalidade Jurídica no Processo do Trabalho*, São Paulo, LTr, 2003, p. 127.

Além disso, como dissemos, quanto maior o nível de sofisticação e instrução do trabalhador, tanto maior tende a ser sua capacidade de prever e precificar riscos. Da mesma forma, também maior tende a ser a demanda por suas aptidões de trabalho, de modo que o seu poder de barganha tende, igualmente, a ser maior. Assim sendo, é de se supor que trabalhadores mais qualificados geralmente tenham melhores condições de obter compensação *ex ante* pelos riscos postos pela limitação de responsabilidade. E como explicamos acima, quando há compensação *ex ante facto*, não há externalização de risco, e a responsabilização de sócios não se justifica do ponto de vista econômico. Mas daí a imaginar que empregados possam em regra obter a compensação *ex ante* existe uma distância significativa.

Encaminho as conclusões, então, da seguinte forma. Abstratamente, a limitação de responsabilidade do sócio faz sentido também na esfera trabalhista. Afinal, um indivíduo se torna empregado voluntariamente e através de contrato. Contudo, por conta de relativa assimetria informacional e menor poder de barganha, e, ademais, por conta de outras questões de equidade, inclusive a natureza alimentar do salário, e ainda por conta do nosso contexto político marcado pela herança da política trabalhista “varguista”,²⁷ faz sentido também pensar em uma relativização da limitação de responsabilidade do sócio de empresas, especialmente diante de empregados menos graduados.

Por outro lado, não se deve esquecer de três fatos importantes, a saber, (i) que a Consolidação das Leis do Trabalho originalmente reconheceu a responsabilidade limitada do sócio, (ii) que no texto de lei a corresponsabilização plena de sócio somente foi reconhecida no que toca à solidariedade entre empresas integrantes do mesmo grupo econômico²⁸ e, por fim, (iii) que o regime de ilimitação plena que hoje

27. Conforme analisado no Capítulo 2. Referência cruzada.

28. Com exceção dos grupos de empresas, cf. art. 2º da CLT: “Considera-se empregador a empresa, individual ou coletiva, que, assumindo os riscos da atividade econômica, admite, assalaria e dirige a prestação pessoal de serviço; § 1º. Equiparam-se ao empregador, para os efeitos exclusivos da relação de emprego, os profissionais liberais, as instituições de beneficência, as associações recreativas ou outras instituições sem fins lucrativos, que admitirem trabalhadores como empregados; § 2º. Sempre que uma ou mais empresas, tendo embora, cada uma delas, personalidade jurídica, própria estiverem sob a direção, controle ou administração de outra constituindo grupo industrial, comercial ou de qualquer outra atividade econômica, serão, para os efeitos da relação de emprego, solidariamente responsáveis a empresa principal e cada uma das subordinadas”. Para um detalhamento do tema, ver Capítulo 2.

de fato vige no Brasil decorre essencialmente de construção jurisprudencial.²⁹

A jurisprudência, no entanto, é desnecessariamente radical. Embora eu desconheça estudos econométricos que quantifiquem o problema, parece-me que o funcionamento prático do regime de responsabilização de terceiros em voga na Justiça Trabalhista³⁰ constitua real impedimento ao florescimento da atividade empreendedora no Brasil. Isso não apenas por conta das notórias desvantagens econômicas da ilimitação de responsabilidade,³¹ mas por conta da burocracia, incerteza e custos que têm sido criados à medida que potenciais empreendedores põem em prática estruturas de “fuga da responsabilidade”.³²

Por tudo isso, o regime de completa ilimitação de responsabilidade de sócios que hoje se construiu na esfera trabalhista é, antes de tudo, indesejável. Dado o quadro de amplíssima discricionariedade hermenêutica dos magistrados na esfera trabalhista, as posições abaixo deveriam ser adotadas pelo próprio Poder Judiciário, independentemente de futura legislação sobre o tema.

No caso de empregados de baixa graduação na hierarquia da empresa insolvente, entendo que:

O sócio poderá ser responsabilizado objetiva e subsidiariamente, com base no art. 28 do Código de Defesa do Consumidor (hoje amplamente aplicado por interpretação analógica).³³

Por analogia com o art. 83 da Lei de Falências, tal responsabilização do sócio em caráter objetivo deve estar limitada a 150 salários-mínimos por credor. É que na Lei de Falências³⁴ a classificação do crédito trabalhista como preferencial está limitada ao valor de 150 salários-mínimos por credor. A justificativa está em uma ponderação do legislador entre, de um lado, o caráter alimentar da remuneração dos trabalhadores³⁵ e,

29. Cf. Capítulo 3.

30. Conforme descrito em detalhes no Capítulo 2.

31. Conforme examinado no Capítulo 5.

32. Conforme examinado no Capítulo 6.

33. Aplicam-se, contudo, os parâmetros para calibração de efeitos descritos no Capítulo 8.

34. Lei 11.101/2005, art. 83: “A classificação dos créditos na falência obedece à seguinte ordem: I – os créditos derivados da legislação do trabalho, limitados a 150 (cento e cinquenta) salários-mínimos por credor, e os decorrentes de acidentes de trabalho”.

35. Assim também Francisco Satiro de Souza Júnior, argumentando ser “forçoso concluir que [a] limitação a 150 salários-mínimos [prevista no art. 83, I, da Lei de

de outro, o interesse dos demais credores da empresa.³⁶ Cabe a mesma ponderação no caso em tela. Por um lado, é da lógica do nosso sistema jurídico preservar os interesses dos trabalhadores a fim de garantir o mínimo existencial. Esse é, inclusive, o sentido do art. 7.1 da Convenção 173 da Organização Internacional do Trabalho (OIT), que trata da proteção dos créditos trabalhistas na insolvência do empregador.³⁷ Por outro lado, também é da lógica do nosso sistema jurídico fomentar o investimento e a iniciativa privada, inclusive através da limitação de responsabilidade do sócio.³⁸

Acima do valor correspondente a 150 salários-mínimos, o sócio somente pode ser responsabilizado em caráter subjetivo após alegação, contraditório e prova de ato ilícito suficiente para dar causa à responsabilização.

Falências] corresponde a um indicador positivo do legislador de que, pelo menos em sede concursal, valores acima desse parâmetro não possuem tal caráter [alimentar]” (Francisco Satiro de Souza Júnior e Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo, *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/05 – Artigo por Artigo*, 2ª ed., São Paulo, Ed. RT, 2007, p. 362).

36. Essa limitação não existia quando o projeto de lei (o então PCL 71/2003) fora enviado à votação no Congresso Nacional, sendo formulada apenas no relatório do relator Ramez Tebet. Criou-se o teto legal aos créditos trabalhistas em um valor capaz de satisfazer as necessidades imediatas desses credores, e sob a justificativa de proteção dos demais credores (inclusive trabalhadores de menores salários) em face de funcionários do alto escalão que se dissessem credores trabalhistas. Bem próximo a esse entendimento, Fábio Ulhoa Coelho conclui que seria uma contradição inserir os trabalhadores como credores preferenciais e ao mesmo tempo permitir que os recursos da massa se esgotassem com os elevados salários dos administradores, pois “a preferência da classe dos empregados e equiparados é estabelecida com vistas a atender os mais necessitados, e os credores por elevados salários não se consideram nessa situação” (*Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, São Paulo, Saraiva, 2011, p. 302).

37. Convenção 173, de 1992: “Art. 7.1. A legislação nacional poderá limitar o alcance do privilégio dos créditos trabalhistas a um montante estabelecido, que não deverá ser inferior a um mínimo socialmente aceitável”. Texto extraído de Arnaldo Süssekind, *Convenções da OIT*, 2ª ed., São Paulo, LTr, 1998. Sobre o tema, ver STF, ADI 3.934-2/DF, voto do Min. Lewandowsky (entendendo que a limitação do valor para a classificação do crédito trabalhista como preferencial, nos termos do art. 83, I, da Lei de Falências, não ofende a Constituição nem a Convenção 173 da OIT).

38. Tal é o que decorre não apenas das discussões trazidas no Capítulo 5, mas também de uma leitura assente a respeito do princípio constitucional da livre-iniciativa. Cf. STF, RE 562.276/PR, rel. Min. Ellen Gracie, j. em 3.11.2010 (referindo-se à Lei 8.620/1993, que “além de impor desconsideração ex lege e objetiva da personalidade jurídica, descaracterizando as sociedades limitadas, implica irrazoabilidade e inibe a iniciativa privada, afrontando os arts. 5º, XIII, e 170, parágrafo único, da Constituição”).

Já para os empregados de alta graduação na hierarquia da empresa, parece-me que:

A ilimitação da responsabilidade do sócio traz mais desvantagens do que vantagens sociais. Deve, portanto, ser observada a limitação de responsabilidade que decorre do tipo societário da sociedade limitada, por ações ou por quotas.

Por outro lado, mesmo os empregados mais graduados devem poder exigir a responsabilização do sócio quando estiverem provados (i) *desvio de finalidade* ou *confusão patrimonial*, conforme previsto no art. 50 do Código Civil ou (ii) alguma outra forma de comportamento abusivo do sócio que, após prova, justifique sua responsabilização, com base no art. 927 do Código Civil.

7.3.1.3 Consumidores

A situação dos consumidores varia bastante de acordo com o tipo de produto ou serviço que está sendo consumido. Em alguns casos, os consumidores têm apenas uma empresa à qual podem recorrer. Esse é o caso típico de empresas fornecedoras de certos serviços públicos como energia elétrica, água ou gás encanado. Essas empresas detêm evidentemente grande poder de mercado, justamente por possuírem exclusividade geográfica no fornecimento ou prestação. Empresas monopolistas têm, portanto, grande poder para estabelecer o preço e demais condições do fornecimento dos serviços.³⁹

Nem sempre, contudo, os consumidores se encontram diante de empresas monopolistas. Em muitos outros casos, e provavelmente na maioria deles, os consumidores podem servir-se de mais de uma empresa. Esse é exemplo típico dos chamados *bens de consumo*, como roupas, alimentos, automóveis etc. Nesses casos, há muitos produtos substitutos, e o poder de barganha está com os consumidores, não com as empresas. Os consumidores escolhem, e os fornecedores arduamente disputam entre si o *mercado consumidor*.

Nos casos em que os consumidores detêm poder de barganha – e, como dissemos, esses casos são bastante frequentes –, eles podem em tese se compensar *ex ante facto* pelo potencial aumento de risco gerado pela limitação da responsabilidade de sócios. Para tanto, basta que sejam capazes de precificar (mesmo que aproximadamente) os riscos de insol-

39. E, nesses casos de monopólio, surge uma justificativa clássica para intervenção e regulação pelo Estado.

vência da empresa – riscos que lhes gerem, por exemplo, problemas de manutenção pós-venda ou mesmo de entrega de um bem pelo qual já se pagou.

Do ponto de vista financeiro, a *precificação* de um risco pressupõe (i) a atribuição de um valor econômico para um evento futuro e (ii) a atribuição de uma probabilidade de ocorrência do evento. Evidentemente, nenhum consumidor faz exatamente esse cálculo financeiro em situações corriqueiras do dia a dia. Eu arriscaria dizer que nem mesmo os financistas fazem um cálculo do valor presente de um bem ou serviço que adquirem em cada decisão de consumo (se bem que é provável que façam um cálculo pelo menos aproximado no caso de bens mais caros como a compra de um carro ou de um imóvel).⁴⁰

De todo modo, é fato que o processo de decisão das pessoas não se dá, na maior parte dos casos, com base em um cálculo de natureza matemático-financeira. Aliás, a humanidade ainda não sabe ao certo como funcionam os processos de tomada de decisão das pessoas. As ciências cognitivas possivelmente ofereçam um caminho a ser trilhado no futuro, mas esse caminho ainda é incerto. Há hoje uma polêmica que se trava no campo das ciências cognitivas sobre se o cérebro pode ser modelado como um computador ou se o raciocínio humano segue um modelo conexionista.⁴¹ A única coisa com relação à qual há relativa segurança é que o cérebro humano resolve problemas através de um método de reconhecimento de padrões.

Vale dizer, então, que as pessoas tomam suas decisões de consumo com base em uma série de fatores ainda imperfeitamente compreendidos. Importam os *sinais* emitidos pelas empresas (como a marca, reputação, aparência etc.), os comentários de conhecidos passados boca-a-boca, a conduta do grupo (daí os chamados comportamentos de *manada*), as analogias com experiências passadas e os diversos modelos heurísticos (isto é, *regras de bolso* de caráter prático), entre outros fatores.

40. Aliás, mesmo que os financistas tentassem fazer o cálculo de valor presente em cada decisão de consumo, ainda assim não haveria nenhuma garantia de acerto. Vivemos em um mundo genuinamente complexo em que as inter-relações entre as variáveis não são totalmente lineares, e às vezes são caóticas.

41. Nesse ponto, pautei-me apenas pela revisão de literatura disponível em Douglass C. North, *Understanding the Process of Economic Change*, Princeton, Princeton University Press, 2005 (com uma discussão do estado da arte dessa literatura). Discuto algumas implicações dessa literatura em Bruno Meyerhof Salama, “Sete enigmas do desenvolvimento em Douglass North”, in Oscar Vilhena Vieira e Dimitri Dimoulis, *Desenvolvimento e Estado de Direito*, São Paulo, Saraiva, 2011, p. 19.

As ideias de precificação e compensação *ex ante facto* são, então, noções aproximadas que servem para designar a situação em que consumidores reduzem sua disposição de pagar por um determinado bem de maneira razoavelmente proporcional ao aumento do risco de problemas futuros com o bem consumido ou adquirido.

Significa dizer que o fenômeno da redução da disposição de pagar por conta da percepção de aumento de risco é real; sua articulação matemático-financeira é, no mais das vezes, apenas metafórica. A grande vantagem da técnica financeira aplicada a problemas de otimização de bem-estar de consumidores é a de nos permitir descrever o caráter geral de um padrão causal. A elegância das equações algébricas nos mostra a dinâmica dos fatores considerados importantes para a precificação, mas permanecemos ignorantes sobre os valores exatos que determinarão sua manifestação concreta. Prosseguimos, então, nossa análise calcada em parte na lógica do cálculo e da precificação, que ilumina o raciocínio dos encadeamentos de fatores, mesmo que com limitações.

Exceto nos infrequentes (porém muito relevantes) casos de monopólio da empresa fornecedora,⁴² o grande impedimento para a compensação *ex ante* de consumidores costuma estar não na sua falta de poder de barganha, mas sim na assimetria informacional que possuem em relação à empresa que coloca os bens ou serviços no mercado. Os consumidores pouco sabem sobre a real situação da empresa, sua estrutura de capital ou a riqueza de seus sócios.⁴³ E ademais, em alguma medida, os consumidores geralmente também ignoram quase tudo sobre o produto: como ele é feito, qual a qualidade dos seus componentes e ingredientes, como funciona sua manutenção, e assim sucessivamente.⁴⁴ Essas circunstâncias podem claramente impedir a correta precificação dos riscos pelos consumidores.

Há então duas possibilidades de erro na precificação desses riscos. Se o risco é precificado *para cima*, isto é, se os consumidores exageram

42. O que não significa, nem de perto, que no Brasil os mercados privados sejam de um modo geral altamente competitivos. Sobre o tema, ver Calixto Salomão Filho, Brisa L. de M. Ferrão e Ivan C. Ribeiro, *Concentração, Estruturas e Desigualdade – as Origens Coloniais da Pobreza e da Má Distribuição de Renda*, São Paulo, Idicid, 2008, pp. 19-21.

43. No mais das vezes as marcas funcionam como sinais, como aproximações, nas quais os consumidores se baseiam para aferir a qualidade da empresa e de seus produtos. As estratégias de *marketing*, por outro lado, nos garantem que essas aproximações serão imperfeitas.

44. É por isso, aliás, que as marcas são tão importantes, porque garantem ao fornecedor uma distinção no mercado que lhe torne atraente investir em qualidade para fortalecer a marca e assim obter retornos no longo prazo.

na sua estimação do aumento dos prejuízos que podem sofrer por conta da limitação de responsabilidade, então o consumo cairá muito. Se, por outro lado, o risco é precificado *para baixo*, então o consumo será maior do que ocorreria em uma situação de informação perfeita. No primeiro caso, deixam de ser realizados alguns negócios mutuamente benéficos; no segundo caso, são concluídos alguns negócios que não são mutuamente benéficos.

Note que a expectativa de “garantia” dos sócios pode realmente ser um dos fatores que afeta a precificação de um bem ou serviço ofertado no mercado. Tentarei explicar isso com uma ilustração. Suponha que um consumidor adquira uma máquina fotográfica. Ele sabe que o fabricante da máquina fotográfica pode ir à falência.⁴⁵ Suponha que o consumidor tenha a expectativa de que, caso ocorra tal falência, a empresa controladora honrará a promessa contratual de garantia de bom funcionamento após a venda.

Ora, se a limitação de responsabilidade do sócio permitir que o sócio se exima de assumir a responsabilidade por obrigações da empresa fabricante da máquina fotográfica, então o consumidor terá estado *mal-informado* no momento da compra. Se ele soubesse que não haveria corresponsabilização do sócio, talvez tivesse comprado uma máquina fotográfica de outra marca.

Repare também que a existência de assimetria de informação entre fornecedor e consumidor não significa que o consumidor jamais teria comprado a máquina. Significa apenas que o consumidor teria estado disposto a pagar menos por aquela máquina fotográfica vendida pela empresa cujo sócio não se corresponsabiliza. Assim ocorre o que em economia se chama de queda *marginal* da demanda.

Suponha que a máquina fotográfica esteja sendo vendida por \$100, que haja três potenciais consumidores e que esses três consumidores imaginem que o sócio da fabricante da máquina responsabilizar-se-á caso surja no futuro um defeito no produto. Suponha, ainda, que um consumidor esteja disposto a pagar até \$115 pela máquina, o outro esteja disposto a pagar \$110 e o terceiro esteja disposto a pagar \$105 (essa suposição faz sentido porque pessoas diferentes atribuem valores diferentes aos mesmos bens). Nesse caso, esses três indivíduos comprarão a máquina, porque todos eles preferem ter a tal máquina na gaveta de casa a ter \$100 na carteira.

45. Qual a chance de isso ocorrer é um dado que, no entanto, lhe escapa completamente.

Adiante, suponha que a limitação de responsabilidade permita que o sócio se exima da responsabilidade por defeito da máquina no caso de quebra da empresa fabricante. Ora, se os consumidores soubessem dessa limitação, sua disposição de pagar teria sido diferente. Por exemplo, um deles teria estado disposto a pagar apenas \$105, o outro apenas \$100 e o terceiro apenas \$95 na compra da máquina fotográfica.

Nesse caso, esse terceiro consumidor – ou seja, o *consumidor marginal* – não teria comprado a máquina fotográfica. Talvez ele tivesse comprado uma máquina de outra marca, talvez tivesse comprado uma televisão ou talvez tivesse guardado os \$100 no banco. Como se vê, a assimetria de informações pode fazer com que consumidores não se compensem pelo aumento de risco gerado pela limitação da responsabilidade do sócio. O que temos nesse exemplo é justamente uma ilustração numérica da externalização de custos de sócios para credores.

Não há como simplesmente descrever esse exemplo numérico sem dizer mais uma palavra para o leitor, que, a esta altura, pode estar cético. Talvez o exemplo ficasse mais claro com carros em vez de máquinas fotográficas. Mas a relação entre responsabilidade do sócio e precificação pelo consumidor é, no mundo real, razoavelmente distante, qualquer que seja o exemplo.

E, além disso, não basta *ter informações simétricas*. É preciso *saber lidar* com essas informações. De fato, como venho insistindo, no mundo real as situações são menos claras do que essa que veio didaticamente explicada nos exemplos estilizados que venho empregando. Mas esse é um caso limite empregado aqui para ilustrar a linha argumentativa. A dificuldade do exemplo traduz, em última análise, os limites da utilização do raciocínio do nosso Modelo Básico (pautado pelos critérios de voluntariedade e involuntariedade) para as relações de consumo. Isso me leva a concluir o seguinte:

A regra constante do art. 28 do Código de Defesa do Consumidor – que permite ao juiz, à luz de circunstâncias factuais, responsabilizar o sócio em caráter objetivo – é de um modo geral razoável para lidar com o problema das assimetrias entre consumidores e fornecedores.

7.3.2 *Vítimas de ilícitos cíveis*

Sabemos que a distinção entre credores voluntários e involuntários utilizada pelo Modelo Básico está baseada na possibilidade (pelos primeiros) e impossibilidade (pelos segundos) de “precificar”, ou “embutir”, nas suas prestações um desconto que reflita a indisponibilidade de

responsabilização de sócios por dívidas da empresa com a qual se relacionam. Há dois tipos de credores “involuntários” da empresa que nos interessam no presente trabalho, a saber, as vítimas de atos ilícitos cíveis de empresas⁴⁶ e o Estado. Neste item discutirei a situação das vítimas de ilícitos cíveis. A situação do Estado será examinada no item seguinte.

Considere o caso de um transeunte que é atropelado por um automóvel que pertence e está circulando a serviço de uma empresa, de tal maneira que a empresa seja condenada a indenizar o transeunte pelos danos decorrentes do acidente.⁴⁷ O transeunte se torna, nesse caso, credor da empresa. E, acrescente-se, na terminologia aqui adotada, o transeunte se tornará credor *involuntário* da empresa. Pergunta-se: se no momento da condenação a pagar a empresa estiver insolvente, pode o transeunte voltar-se judicialmente contra os sócios?

O Modelo Básico sugeriria que *sim, mesmo em uma empresa que adota o tipo de responsabilidade limitada, e mesmo que a atividade da empresa não seja particularmente perigosa*. Dada a involuntariedade da sua interação com o automóvel da empresa, como vimos, o transeunte não terá tido condições de se compensar por suportar um aumento do seu risco por conta da limitação de responsabilidade da empresa.⁴⁸ Daí a conveniência de responsabilizar o sócio caso a empresa não possa arcar com a dívida decorrente de condenação a indenizar.

Cabe refletir sobre essa conclusão. A defesa da responsabilização de sócios no caso em tela seria um desdobramento do tópico das *desvantagens* da responsabilidade limitada.⁴⁹ Ao discutir em detalhes essas desvantagens no Capítulo 5, enfocamos a limitação da responsabilidade do

46. Embora a expressão “ato ilícito” seja tradicionalmente associada à responsabilidade civil – ao menos desde a distinção romana entre os *delicta* e os *crimina* –, uso a qualificação *cíveis* para reforçar a restrição das consequências aqui analisadas ao campo do direito civil. Um mesmo ato ilícito pode acarretar consequências na seara penal. Estas, no entanto, não estão aqui sendo especificamente tratadas.

47. Essa hipótese é bastante razoável especialmente se considerarmos os seguintes dispositivos do Código Civil. “Art. 932: São também responsáveis pela reparação civil: (...) III – o empregador ou comitente, por seus empregados, serviçais e prepostos, no exercício do trabalho que lhes competir, ou em razão dele. Art. 933. As pessoas indicadas nos incisos I a V do artigo antecedente, ainda que não haja culpa de sua parte, responderão pelos atos praticados pelos terceiros ali referidos”.

48. Sob o modelo básico, situação idêntica ocorreria, por exemplo, com o consumidor que sofre um dano por conta de mau funcionamento de um produto adquirido ou qualquer outra vítima de atos ilícitos cíveis que geram obrigação de indenização *fora de uma relação contratual*.

49. Cf. Capítulo 5.

sócio como possível viabilizadora de investimentos socialmente ineficientes, como incentivadora do baixo investimento em precaução contra acidentes pelas empresas e como potencial veículo para a fraude. Desses temas, aqui interessa particularmente o segundo, isto é, a limitação de responsabilidade como incentivo ao baixo investimento em precaução contra acidentes pela empresa.

Ao tratar do tema no Capítulo 5, utilizamos como exemplo ilustrativo um parque de diversões subcapitalizado pelos sócios. Essa subcapitalização, no exemplo abordado, impedia o investimento em bons equipamentos de segurança pelo parque. Assim, os sócios indiretamente *externalizavam riscos das atividades de seu empreendimento para os frequentadores*.⁵⁰ Isto é, os frequentadores incorriam em um risco pelo qual não eram compensados *ex ante facto*.

O mesmo fenômeno é agora retomado no exemplo ilustrativo em comento – a empresa pode investir pouco na prevenção de atropelamentos pela sua frota de automóveis. Nessa ordem de ideias claramente surge um argumento a favor da corresponsabilização de sócios por danos causados a vítimas de atos ilícitos cíveis da empresa, tal qual previsto pelo Modelo Básico.

Na seara consumerista, a visão refletida pelo Modelo Básico já está contemplada pela redação amplíssima do art. 28 do CDC. Ou seja, em relações de consumo, a questão está pacificada: a implicação trazida pelo Modelo Básico é plenamente vigente no Brasil. Em outras relações cíveis, o tema é menos claro. Há uma tensão entre a tradição positivista do direito civil brasileiro e a redação do Código Civil de 2002. Essa tradição, calcada no predomínio alcançado pela responsabilidade subjetiva especialmente a partir do Movimento Codificador,⁵¹ traz ao presente a ideia de vedação à responsabilização objetiva sem autorização legal expressa e específica, ou seja, sem a previsão de suportes fáticos claramente determinados em lei. É de se notar, no entanto, que a redação do parágrafo único do art. 927 do Código Civil consubstancia, na visão de alguns, verdadeira “cláusula geral de responsabilidade objetiva”.⁵²

50. Cf. Capítulo 5.

51. O predomínio da responsabilidade subjetiva remonta, em última análise, à releitura humanista da ética aristotélica. Cf. James Gordley, *Foundations of Private Law. Property, Tort, Contract, Unjust Enrichment*, cit., p. 159.

52. Cf. Flavia Portella Püschel, “Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o Art. 927, § Único do Código Civil”, *Revista Direito FGV*, vol. 1, n. 1, 2005 (notando que o “art. 927, parágrafo único, é especialmente interessante por tratar-se de uma cláusula geral de responsabilidade objetiva”). Art. 927:

Em síntese, resguardado o direito ao contraditório e devido processo legal, e, ademais, observados os parâmetros de calibração de efeitos descritos no Capítulo 8, tem-se o seguinte:

Deve dar-se ao parágrafo único do art. 927 do Código Civil uma leitura crescentemente flexível, de modo a tornar o sócio cada vez mais sujeito à responsabilização por ilícitos cíveis da empresa. Isso é verdade ainda que, a rigor, tal disposição não possa ser aplicada a casos nos quais o risco não seja um elemento da atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano.⁵³

A atribuição aos sócios do risco de responsabilização no caso de ilícitos cíveis de empresa insolvente não está, evidentemente, livre de problemas que excedem o debate interpretativo. Quando se abrevia a

“Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. Parágrafo único: Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem”. Há quem entenda, por outro lado, que ainda não foram formuladas razões satisfatórias para fundamentar a generalidade do parágrafo único do art. 927: cf. Leandro Martins Zanitelli, “Responsabilidade civil objetiva no Brasil: uma crítica às explicações habituais”, *Revista Trimestral de Direito Civil* 20, 2004, pp. 215-219.

53. Reconheço, no entanto, que as interpretações atualmente conferidas pela doutrina brasileira ao parágrafo único do art. 927 não são satisfatórias. Para boas exposições a respeito desse quadro, cf. Flavia Portella Püschel, *Responsabilidade por Fato do Produto no CDC. Acidentes de Consumo*, São Paulo, Quartier Latin, 2006, pp. 37-53; José Fernando Simão, “Fundamentos da responsabilidade civil no Código de Defesa do Consumidor”, in Regina Beatriz Tavares da Silva, *Responsabilidade Civil nas Relações de Consumo*, São Paulo, Saraiva, 2009, pp. 102-111. Para uma discussão das fragilidades dogmáticas da responsabilidade objetiva no Brasil, vide Osny da Silva Filho, “Razões econômicas ou fundamentos jurídicos? Negativação indevida, danos morais e punitive damages”, in *Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE) Annual Papers*, 2012, p. 23: “Se tornarmos os olhos para as justificativas mais comuns da responsabilidade objetiva na doutrina brasileira, encontraremos duas ordens de argumentos. Pela primeira, o regime estaria fundado em uma necessidade global de reparação de danos, danos cada vez mais recorrentes e cada vez menos relacionados com uma atividade culposa. Pela segunda, a responsabilidade objetiva corresponderia ao meio mais adequado para lidar com os danos criados em uma sociedade de risco. Estas duas orientações são questionáveis. Diante de uma alegada necessidade global de reparação, verificada na primeira ordem de argumentos, pode ser lembrada a inequívoca existência de danos cuja reparação não é exigida mesmo em regime de responsabilidade objetiva, tais quais aqueles causados por uma conduta imputável exclusivamente à vítima. Contra a segunda ordem de argumentos, relacionada a uma suposta adequação da responsabilidade objetiva às práticas sociais contemporâneas, é possível opor, de um lado, a possibilidade de inversão do ônus da prova, e de outro a observação de que os criadores dos riscos nem sempre serão responsáveis pelos danos deles decorrentes”.

limitação de responsabilidade do sócio, pode-se estar também desincentivando o investimento e o empreendedorismo. Como veremos, no entanto, no contexto brasileiro esses problemas são mais sérios nos casos discutidos adiante, particularmente na esfera tributária.

7.3.3 O Estado como credor

O Estado figura como credor de empresas em diversas situações. Por exemplo, na posição de credor voluntário (basicamente por conta de contratos), na posição de detentor de créditos tributários e na posição de credor de penalidades decorrentes da aplicação de sanções administrativas, entre outras. Para a primeira situação, aplica-se integralmente a análise trazida no item 7.3.1, acima. Assim, salvo disposição legal expressa ou prova de ato ilícito dos sócios da empresa que contrata com o Estado, a responsabilidade limitada dos sócios deve ser preservada. As outras duas situações são mais complicadas e devem ser analisadas detalhadamente, como segue.

7.3.3.1 O problema da legalidade, de novo

As situações em que o credor da empresa é o Estado estão de um modo geral sujeitas a um padrão mais estrito de legalidade. Em última análise, isso tem a ver com o fato de que o Estado detém o monopólio da coação legítima pela força. De fato, num Estado Democrático de Direito, a atividade do agente público está fortemente pautada pelo princípio da legalidade. Este requer normas de caráter geral, claras, públicas, minimamente estáveis e que disciplinem de modo inteligível os eventos futuros. Normas com essas características protegem os cidadãos de arbitrariedades por parte do poder público e garantem que casos similares recebam tratamento equivalente. Em boa medida, a função essencial da Constituição Federal é justamente estabelecer as fundações jurídico-políticas que garantam a observância desses pontos de partida.⁵⁴

Por conta desse relevo particularmente ingente da legalidade nas relações com o Estado, é difícil falar da responsabilização de sócios perante o Estado com o mesmo grau de generalidade que o fiz quando

54. E, no mesmo sentido, o direito administrativo é o principal instrumento para dar corpo a esses ideais. Conforme discutido em Bruno Meyerhof Salama, "Como interpretar as normas emitidas pelo BACEN e CMN? Uma resposta a partir da evolução do modelo de Estado brasileiro", *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 46, 2009.

tratei dos créditos detidos por credores comerciais, empregados, consumidores e vítimas de ilícitos cíveis. Tem-se aqui, como se vê, um limite claro à tentativa de tratamento *holístico* que tenho procurado dar à responsabilidade de terceiros por dívidas da empresa.⁵⁵

7.3.3.2 Inadimplemento vs. ato ilícito da empresa

Dito isso, acredito que seja possível fazer algumas observações de caráter mais geral a respeito da possibilidade de o Estado responsabilizar sócio para satisfazer créditos detidos contra empresa. Da ótica do modelo dogmático que tomamos como ponto de partida, é particularmente relevante a distinção entre dívidas da empresa que têm sua origem na imposição de uma multa pela realização de um ato ilícito e dívidas que se originam a partir de mero inadimplemento.

O primeiro caso ocorre quando o Estado se torna credor da empresa por mero inadimplemento desta. Como demonstraremos abaixo, aqui não há propriamente um *ato ilícito* da empresa, mas mera impontualidade.⁵⁶ O exemplo paradigmático são os créditos constitutivos de uma relação jurídica resultante de contrato. Aqui, estando diante de relação contratual, a implicação do nosso modelo dogmático é clara:

As dívidas da empresa para com o Estado decorrentes de mera relação contratual, inclusive multas e outras penalidades por impontualidade, em princípio não devem ocasionar responsabilização de sócios da empresa devedora. Nesses casos, só seria adequado responsabilizar o sócio se houver comprovada prática de ato ilícito, especialmente atos com excessos de poderes, atos contrários ao contrato ou estatuto social, ou ainda nas hipóteses de conduta culpável previstas no Código Civil, inclusive aquelas do art. 50.⁵⁷

Caso distinto surge quando a origem do crédito do Estado está no próprio ato ilícito da empresa e não na mera impontualidade da empresa. Exemplos marcantes de atos ilícitos dessa natureza incluem a infração ambiental, o ilícito concorrencial e a fraude, simulação ou dissimulação

55. Isso quer dizer, diga-se de passagem, que, apesar da publicização do direito societário a que aludimos no Capítulo 4, a distinção entre direito público e direito privado ainda tem relevância.

56. Pontes de Miranda apresenta uma distinção entre ilícito absoluto e ilícito relativo que é útil na diferenciação aqui proposta entre ato ilícito e inadimplemento de obrigação da empresa. Cf. Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado* (atualizado), t. II, São Paulo, Ed. RT, 2012, p. 289.

57. Cf. Capítulo 3.

tributárias. Em todos esses casos, existem leis específicas estabelecendo regras de imputação, e essas regras são a baliza principal para determinar a legalidade da imputação (ou redirecionamento) da dívida ao sócio. Além disso, o sócio poderá ser responsabilizado se tiver ele próprio praticado ato ilícito, inclusive abuso de forma, previsto no art. 50 do Código Civil etc. Assim, levando em conta o modelo dogmático com o qual estamos aqui lidando, pode-se concluir que:

Sujeito às limitações e possibilidades de imputação estabelecidas pela legislação especificamente aplicável a cada ato ilícito da empresa, e, ainda, sujeito às regras de calibração de efeitos propostas no Capítulo 8 adiante, o sócio deve ser responsabilizado por dívida da empresa que se origina na prática de ato ilícito desta.

7.3.3.3 Responsabilização tributária e dissolução irregular

O caso da dívida tributária decorrente do não pagamento pontual de tributos ilustra bem a problemática de que estamos a tratar, isto é, a distinção entre o crédito detido pelo Estado que se origina em ato ilícito *versus* o crédito que se origina a partir de mero inadimplemento. Dada a relevância prática do tema, convém trazer algumas observações adicionais sobre ele, inclusive para complementar a longa análise já conduzida no Capítulo 3.

Sabemos que a tributação não é espécie de (nem tampouco corresponde à) responsabilização por ato ilícito.⁵⁸ Isso quer dizer que um tributo atrasado ou não pago deve em princípio ser tratado como mero inadimplemento, e, para os presentes fins, não como *tendo origem em ato ilícito*. Em linha com o modelo dogmático com que aqui estamos lidando, isso significa que em princípio o sócio não deve ser responsabilizado nem pelo tributo inadimplido, nem pelas multas e juros incidentes sobre esse valor inadimplido pela empresa, salvo no caso em que a empresa tenha realizado um específico ilícito tributário – uma fraude ou dissimulação, por exemplo.

Essa observação, no entanto, compreende apenas o começo do problema. Como há lei, ampla doutrina e longa casuística sobre a imposição de dívida tributária ao sócio, não há como tratar do tema pensando ape-

58. Cf. CTN, art. 3º: “Tributo é toda prestação pecuniária compulsória, em moeda ou cujo valor nela se possa exprimir, que não constitua sanção de ato ilícito, instituída em lei e cobrada mediante atividade administrativa plenamente vinculada” (grifos nossos).

nas em termos de um modelo dogmático genérico como esse que aqui apresentamos. É preciso ir mais fundo.

Sabe-se que a leitura conjugada dos arts. 134 e 135 do CTN sugere que sócios sejam “responsáveis pelos créditos correspondentes a obrigações tributárias resultantes de atos praticados com (...) infração de lei (...)”.⁵⁹ Como vimos detalhadamente no Capítulo 3, o não pagamento pontual de um tributo é em alguma medida uma *infração à lei* (afinal, a lei manda pagá-lo em valor, data e local especificados).⁶⁰ Logo, valendo-se apenas da literalidade, seria em tese possível concluir que sócios seriam responsáveis pelo não pagamento de tributo pela empresa, uma vez que isso seria, justamente, uma *infração à lei*. Mas para os presentes fins, e visando afastar o equívoco conceitual referido acima, torna-se necessário aqui um maior aprofundamento teórico na distinção dogmática entre ato ilícito e inadimplemento de obrigação tributária.

Considerando o Modelo Básico proposto, devemos visualizar daqui para frente os créditos tributários como um *tertium genus* diante dos créditos voluntários e involuntários. De fato, com veremos, há relevantes diferenças entre o que podemos denominar crédito *propriamente* involuntário (resultante de um ilícito civil) e crédito *impropriamente* involuntário (derivado da norma tributária).

Como tem sido corretamente classificado pela doutrina, o crédito tributário é decorrência de uma obrigação *ex lege*,⁶¹ isto é, não resulta e independe da vontade negocial das partes, já que a incidência da norma jurídica impositiva é “infalível”. Nessa perspectiva, pode-se reconhecer um paralelismo entre as noções de *crédito tributário* e *crédito propriamente involuntário* – esse último, por exemplo, constituído em favor da vítima do ilícito civil. Afinal, não há vontade negocial ou intencionalidade de especificamente constituir o crédito nem na gênese do crédito tributário, nem na gênese do crédito que aqui estamos a tratar como propriamente involuntário.

Contudo, há semelhança importante entre o crédito tributário (impropriamente involuntário) e o crédito contratual (voluntário): tanto entre os contratantes quanto entre fisco e contribuinte há um vínculo jurídico que antecede a possibilidade de descumprimento. Note: não existe vínculo entre causador e vítima em um ilícito civil – um atropela-

59. CTN, art. 135.

60. Cf. Capítulo 3.

61. Por todos, ver Luciano Amaro, *Direito Tributário Brasileiro*, 16ª ed., São Paulo, Saraiva, 2010, pp. 272-273.

mento, por exemplo. Contudo, o contrato cria uma relação jurídica, e o inadimplemento somente se dá no contexto dessa relação contratual. Da mesma forma, o inadimplemento de uma obrigação de pagar um tributo se dá no contexto da relação jurídica entre fisco e contribuinte – relação essa que expressa o fato gerador do tributo.

Em outras palavras, nos créditos tributários a relação jurídica individual entre contribuinte e fisco preexiste ao eventual descumprimento da prestação devida.⁶² Afinal, o crédito tributário se constitui dentro de uma relação jurídica anterior, isto é, a relação jurídica entre contribuinte e fisco. O crédito tributário é, então, criado no momento da incidência da lei tributária sobre o fato gerador, e nesse momento surge relação obrigacional entre contribuinte e fisco. A infração, por sua vez, se dá por conta do inadimplemento dessa obrigação prévia. Ora, nos contratos, da mesma forma, a relação jurídica entre as partes antecede o eventual inadimplemento. Daí, inclusive, a intuição largamente difundida de que o fisco seja o grande “sócio” das empresas.

Em termos mais técnicos, o ponto se põe nos seguintes termos. Ao passo que entre o agente causador de dano (e.g., a empresa) e sua vítima a obrigação de reparar surge no momento em que o ato ilícito é praticado, entre os contratantes, e também entre o Estado e o contribuinte, a relação obrigacional e o dever de cumprir a prestação antecedem, lógica e temporalmente, o inadimplemento. Tanto no caso do crédito tributário quanto no caso do crédito contratual o vínculo jurídico entre as partes resulta não do inadimplemento em si, mas sim do prévio exercício da autonomia da vontade ou da ocorrência do fato gerador do tributo. Essa proximidade entre o crédito contratual, voluntário, e o crédito tributário, involuntário, permite demonstrar a exata distinção entre o ato ilícito e a simples impontualidade no cumprimento da prestação devida ao fisco.

Senão, vejamos. O inadimplemento é mais bem compreendido como uma noção normativa do que meramente descritiva.⁶³ Embora o inadimplemento possa ser descrito apenas como o descumprimento das normas jurídicas que impõem um dever de prestar, dada a função prescritiva do ordenamento, um inadimplemento deve ser pensado como a não realização da prestação *devida*, isto é, originada da norma jurídica incidente sobre o devedor. De modo direto e claro, pode-se dizer que

62. Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado* (atualizado), cit., p. 294.

63. Sobre essa distinção, vide, por todos, Judith Martins-Costa, *Comentários ao Código Civil – Do Inadimplemento das Obrigações*, vol. 5, t. II, Rio de Janeiro, Forense, 2004, pp. 81-83.

somente haverá verdadeiro inadimplemento caso este possa ser juridicamente atribuído ao devedor, sendo assim a ele *imputável*.⁶⁴

Ora, sendo o inadimplemento o descumprimento imputável ao devedor, mais ainda, estando a empresa – e não seu sócio-gerente – sujeita à norma jurídica que determina a prestação, o sócio-gerente não poderia ser responsabilizado pela não realização de obrigação imputável apenas à empresa. Chega-se a essa conclusão pelo singelo fato de não ser o sócio-gerente parte na relação jurídica tributária, ainda que este, como órgão da pessoa jurídica contribuinte, pudesse, no mundo dos fatos, dar causa ao não recolhimento do tributo por qualquer razão. É por tudo isso que o mero inadimplemento não poderia ser considerado *infração à lei* para os fins dos arts. 134 e 135 do CTN, afastada assim a possibilidade de sua responsabilização pelos tributos devidos pela sociedade.

Esclarecidas essas complexidades da estrutura dogmática da obrigação tributária, retomemos a questão do risco do inadimplemento – que também em relação aos créditos tributários mostra-se essencial. Nesse sentido, passemos agora a mais uma característica distintiva do crédito *propriamente involuntário* (e.g., ilícito cível da empresa) frente ao *impropriamente involuntário* (crédito tributário). Enquanto no primeiro um ato ilícito estabelece em favor do credor, vítima do dano, um crédito por cujo risco não pode ser compensado *ex ante*, no segundo, é um ato *licito* que constituirá o crédito em favor e em benefício do Estado, independentemente de qualquer ponderação sobre níveis de risco. Isso porque, dada a garantia constitucional da isonomia tributária e o princípio da capacidade contributiva, a norma tributária deverá atuar de maneira generalizada sobre todas as pessoas que apresentem signos de riqueza, isto é, parâmetros econômicos previstos em sua hipótese de incidência.⁶⁵

Isso não quer dizer que o risco do crédito seja irrelevante para o Estado, enquanto credor. Quer dizer apenas que a incidência e a constituição do crédito independem do risco de inadimplemento do devedor. Prova disso é que não há diferenciação de alíquotas para tributos

64. “O inadimplemento não é, pois, a simples ausência de cumprimento nem a mera não realização da prestação devida: constitui, especificamente, a não realização da prestação devida na medida em que essa não realização corresponda à violação da norma (legal, convencional, imposta pelos usos ou derivada do modelo jurisprudencial) que era especificamente dirigida ao devedor (cominando o dever de prestar) ou ao credor (cominando o dever de receber)”. Cf. Judith Martins-Costa, *Comentários ao Código Civil – Do Inadimplemento das Obrigações*, cit., p. 83.

65. Cf. art. 150, II, da CF. Nesse sentido, vide Paulo de Barros Carvalho, *Curso de Direito Tributário*, 21ª ed., São Paulo, Saraiva, 2009, pp. 166 e 181.

incidentes em sociedades dotadas, ou não, de autonomia patrimonial em relação aos sócios. Por outro lado, esse risco ordinário (de mero inadimplemento *inocente*), inerente a qualquer atividade empresarial, poderá ser eventualmente agravado por conduta dos administradores das empresas. Nesse caso, poder-se-á falar na criação de riscos extraordinários, sendo aqui colocada, dentro do modelo proposto, a possibilidade de responsabilização do sócio-gerente pelos tributos da sociedade limitada.⁶⁶ Trata-se de riscos decorrentes de evasão fiscal, que poderão afetar não somente o recolhimento do tributo, mas a própria constituição do crédito correspondente.⁶⁷

Sendo assim, no exercício do seu direito de resistência tributária, o contribuinte poderá extrapolar os limites do legítimo planejamento tributário e incorrer no verdadeiro ilícito – isto é, a infração à lei de que trata o art. 135 do CTN. As práticas caracterizadas como evasão fiscal, dessa forma, implicarão o descumprimento não do dever de realizar a prestação (pagar o tributo), mas sim da violação da própria norma abstrata que define e institui os tributos. Nessa hipótese, e somente nessa hipótese, pode-se falar, então, em *ato ilícito*⁶⁸ ensejador de responsabilização dos sócios-gerentes.

Da construção acima decorrem duas conclusões necessárias. A primeira é que a expressão *infração à lei*, prevista no art. 135 do CTN, refere-se somente à legislação que cria espécies tributárias concretas.⁶⁹

66. Novamente, como expediente explicativo, adotamos aqui um paralelo entre o regime de responsabilização de terceiros por dívidas da sociedade e a ideia de seguro implícito pelas dívidas sociais. Assim como o contrato de seguro poderá garantir um crédito contra o inadimplemento fundado em circunstâncias que fogem à disciplina das obrigações (força maior e caso fortuito), a responsabilização tributária do sócio-gerente, conforme proposto, torna-se uma garantia suplementar contra os riscos que, embora desconsiderados pela norma tributária, não foram implicitamente assumidos pelo Estado. Estabelecemos esse raciocínio analógico a partir da conceituação apresentada por Fábio Konder Comparato, *O Seguro de Crédito: Estudo Jurídico*, São Paulo, Ed. RT, 1968, p. 52.

67. Afinal, as tentativas de fraude, simulação ou dissimulação relativas ao fato gerador poderão ocorrer mesmo antes da incidência da norma tributária.

68. Referimo-nos aqui à noção de ilícito *lato sensu*, abrangendo, assim, tanto a violação direta da norma jurídica (ilícito *stricto sensu*) quanto a violação indireta (i.e., fraudes) que se contrapõe à própria finalidade perseguida por essa norma.

69. *Contra*, ver Heleno Taveira Tôres, “Regime tributário da interposição de pessoas e da desconsideração da personalidade jurídica: os limites do art. 135, II e III, do CTN”, in Heleno Taveira Tôres e Mary Elbe Queiroz, *Desconsideração da Personalidade Jurídica em Matéria Tributária*, cit., p. 64 (“Por isso, quanto ao art. 135, do CTN, segundo entendemos, este cumpre a finalidade de imputar responsabi-

A segunda, ainda mais importante, é que a responsabilização dos sócios-gerentes pela criação de riscos extraordinários ao crédito deverá ser necessariamente subjetiva, exigindo-se prova e intenção de fraudar ou dissimular o recolhimento do tributo devido pela sociedade.⁷⁰

A despeito da teorização acima, não é nesse sentido que o fisco e o Judiciário têm enfrentado a questão. Já tratamos longamente do tema, e não há por que reconstruir toda a análise já feita no Capítulo 3: remeto o leitor àquele ponto desta obra, onde encontrará muita jurisprudência e alguma doutrina, com o que poderá balizar-se no debate.⁷¹ Aqui importa apenas marcar que desde a edição do CTN a jurisprudência muito oscilou sobre a matéria, e que em período mais recente parece estar se consolidando (especialmente no STJ) uma leitura que tem na continuidade das atividades da empresa o seu elemento-chave.

Assim, na sociedade cujas atividades estão em curso, isto é, na sociedade existente, porém inadimplente, não se redireciona a execução da dívida tributária para o sócio. Mas no caso de *dissolução irregular* da sociedade, isto é, no caso de paralisação das atividades da empresa sem a liquidação de todo o passivo tributário, haveria subsequente responsabilização do sócio-gerente. Trata-se, aliás, de matéria sumulada,

lidade pessoal a determinados sujeitos pelos créditos de obrigações tributárias resultantes de atos praticados com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatutos, como ocorre com todos os casos de excesso de poderes nos diferentes casos de regimes societários”).

70. A imputação de responsabilidade subjetiva, fundada no dolo do sócio-gerente que, mediante práticas evasivas e fraudulentas, cria riscos extraordinários ao crédito tributário, expressa o caráter sancionatório inerente às hipóteses de responsabilidade de terceiro previstas no CTN. Ocorre que o sócio, enquanto responsável tributário, sujeita-se a obrigação pessoal, com natureza de sanção, cujo objeto corresponderia ao crédito tributário constituído originalmente contra a sociedade. Essa constatação reforça nossa distinção entre o mero inadimplemento, que é regido pela relação tributária entre Fisco e contribuinte, e o que chamamos aqui de verdadeiro ilícito tributário, que se constitui e se resolve em relação jurídica administrativo-sancionatória. A relação jurídica estabelecida entre o sócio-gerente e o Fisco, portanto, decorrente da infração à lei prevista no art. 135 do CTN, aproxima-se mais daquela fundada nas infrações tributárias do art. 137 do mesmo Código. Nesse sentido, Paulo de Barros Carvalho, *Curso de Direito Tributário*, cit., p. 595. (“O art. 135, não obstante também apresente caráter sancionatório, elege hipótese diversa, mais grave, cominando sanção igualmente mais severa (...). Havendo infração tributária subjetiva, praticada com dolo, quer dizer, intenção de fraudar, de agir de má-fé e de prejudicar terceiros, aplicam-se as figuras da responsabilidade de terceiros e responsabilidade por infração, prescritas nos arts. 135 e 137 do Código Tributário Nacional, respectivamente.”)

71. Cf. Capítulo 3.

também como já analisado no Capítulo 3.⁷² A justificativa é a de que a dissolução irregular seria justamente uma *infração à lei* para os fins do art. 135 do CTN.

Como se vê, essa jurisprudência que se vai consolidando no STJ acabou por estabelecer um regime dual para a responsabilidade empresarial na esfera tributária: a responsabilidade do sócio-gerente é *limitada na vida* da empresa, e *ilimitada na morte*. Enquanto a empresa funciona, não há redirecionamento para o sócio-gerente; o mesmo não ocorre após a paralisação.

Será esse um bom regime? Parece-me que a principal desvantagem desse regime seja a de desincentivar o empreendedorismo. Atenção, estou aqui a falar de “desincentivo”, não de “redução”. A ilimitação da responsabilidade, seja na *vida* ou na *morte* da empresa, acarreta o risco de responsabilização pessoal do sócio-gerente. Isso presumivelmente reduz sua disposição a investir e empreender, daí a ideia de *desincentivo*. Agora, se esse desincentivo efetivamente se traduz em redução de investimento, e em que medida isso ocorre, é tema estritamente empírico sobre o qual não disponho de dados, exceto apenas quanto às evidências anedóticas mencionadas no Capítulo 6.⁷³

Por outro lado, em um país em que a extensão das fraudes tributárias só é comensurável com a voracidade do fisco, não há como negar que o regime dual adotado pelo Judiciário possa estar de fato reduzindo o espaço para a sonegação. Nunca é demais lembrar, já falamos disso,⁷⁴ não é nada incomum a interposição de pessoas jurídicas como mecanismo de realização de planejamentos e fraudes tributárias. E, também, como vimos, a fronteira entre a elisão fiscal (que é legal) e a evasão fiscal (ilegal) é turva, e encontrar critérios seguros para distingui-las não é tarefa simples, de modo que se pode dizer que uma anda próxima da outra.

Como se vê, avaliar pragmaticamente essa jurisprudência do STJ que determina o redirecionamento da dívida ao sócio-gerente em caso de dissolução irregular não é tarefa fácil. O próprio STJ parece já ter se dado conta da dificuldade da situação, e há uma posição jurisprudencial interessante que pode ser apresentada como tentativa de obtenção de um meio-termo tolerável, uma verdadeira solução de compromisso entre os valores e finalidades em choque. A saber, estou aqui a referir-me a uma

72. Cf. Capítulo 3.

73. Cf. Capítulo 6.

74. Cf. Capítulo 6.

posição já mencionada no Capítulo 3, de acordo com a qual o sócio-gerente pode se livrar da responsabilização caso prove que não agiu com dolo, fraude ou excesso de poder.

Sob essa posição, haveria, então, inversão do ônus da prova e verdadeira presunção relativa (*juris tantum*). Assim, “infração à lei” para fins do art. 135 do CTN seria presumida no caso de dissolução irregular. Contudo, por se tratar de presunção relativa, restaria ao sócio-gerente contra quem a execução tributária é redirecionada a faculdade de demonstrar que seu comportamento fora íntegro, e que a existência de débitos tributários da empresa se deveu apenas aos infortúnios do comércio. Aqui teríamos, então, um aprimoramento da díade segundo a qual há responsabilidade limitada na *vida*, e ilimitada na *morte* da empresa. Afinal, após a *morte* (i.e., a dissolução) da empresa o sócio poderia eximir-se da responsabilização pela dívida tributária caso provasse não ter cometido ilícitos.

A ideia é criativa e merece atenção, mas é também difícil. Como bem sabe desde o mais singelo egresso da faculdade até o mais experimentado dos causídicos, *o diabo das questões jurídicas está nos detalhes*. Como provar o negativo? Isto é, como poderá o sócio-gerente provar que não houve dolo, fraude ou excesso de poder? Vamos por partes. Em princípio, provar que não houve ato com *excesso de poderes* não é complicado, porque para tanto basta um simples exame dos documentos societários da empresa.

Porém provar a ausência de dolo e a ausência de fraude são temas mais complicados. Primeiro porque a prova de ausência de dolo é um tema razoavelmente heterodoxo em matéria de direito tributário. Isso porque o art. 136 do CTN expressamente declara que, “salvo disposição de lei em contrário, a responsabilidade por infrações da legislação tributária independe da intenção do agente ou do responsável e da efetividade, natureza e extensão dos efeitos do ato”.

Segundo, a prova negativa do dolo e fraude se prende a critérios potencialmente bastante escorregadios. Será a crise econômica, setorial ou financeira da empresa prova suficiente para indicar que os tributos não foram *dolosamente* inadimplidos? Atenção: se o critério de análise para a prova desse fato negativo for muito flexível, então talvez melhor fosse, de uma vez, eliminar a responsabilização do sócio-gerente, porque quase qualquer alegação bastará para lhe retirar a responsabilidade. Por outro lado, se o critério for muito rígido, aí logo estaremos a percorrer o tortuoso caminho da assim chamada *prova diabólica*, aquela que não pode ser realizada.

Tudo isso põe em xeque a viabilidade prática da inversão do ônus probatório como mecanismo razoável para a solução do impasse.⁷⁵ Embora seja um avanço se comparada ao puro e simples redirecionamento da execução fiscal ao sócio-gerente – “avanço”, no sentido de preservar a limitação de responsabilidade, que, como vimos, segue sendo um mecanismo em boa medida desejável –, a inversão do ônus probatório pode não ser nem operável, nem suficientemente pragmática.

Isso não quer dizer, no entanto, que se esteja aqui a rejeitar qualquer posição que no jargão dos tributaristas se convencionou chamar de *fiscalista*. Dado o risco de fraude trazido pela responsabilidade limitada, cabe a meu ver uma leitura mais flexível do art. 50 do Código Civil, no seguinte sentido. O texto expresso do art. 50 indica ser atribuição do juiz (e, supõe-se, apenas do juiz) estender obrigações da empresa aos sócios ou administradores.⁷⁶ A legalidade estrita sugeriria, portanto, que a administração somente poderia incluir sócios e administradores em processos administrativos mediante prévia autorização judicial. A necessidade de dar efetividade à ação do regulador estatal e de coibir a fraude, no entanto, motiva-me a rejeitar essa ideia, partilhando assim de posição mais flexível. Por outro lado, a outorga dessa faculdade ao fisco vem acompanhada da responsabilidade deste de pautar-se por rígidos padrões de legalidade e respeito aos precedentes judiciais predominantes.

Em vista do que se disse acima, concluo que a inclusão do sócio-gerente em processo administrativo deve obedecer aos seguintes requisitos:

Deve haver indício concreto de ação culposa do sócio, ou seja, em juízo a alegação de que haja fraudes tributárias, abuso de direito, desvio de finalidade ou confusão patrimonial por parte dos sócios deve ser substanciada.

75. Nesse sentido, a decisão do STF no RE 608.426 AgR, 2ª Turma, rel. Min. Joaquim Barbosa (*Dje* 204, pub. 24.10.2011), em que se entendeu plenamente aplicáveis, mesmo em âmbito administrativo, os princípios do contraditório e da ampla defesa, acolhendo o argumento de que “a decisão administrativa que atribui sujeição passiva por responsabilidade ou por substituição também deve ser adequadamente motivada e fundamentada, sem depender de presunções e ficções legais inadmissíveis no âmbito do Direito Público e do Direito Administrativo”.

76. Cite-se novamente o Código Civil, art. 50: “Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica”.

A dissolução irregular deve ser considerada insuficiente para autorizar o redirecionamento da execução fiscal contra o sócio.

As medidas de constrição patrimonial somente são permitidas após o trânsito em julgado da sentença.

Ao sócio deve ser aberto contraditório.

7.4 *Resumo*

Quem causa um dano patrimonial ou extrapatrimonial agindo ilícitamente deve indenizá-lo ou compensá-lo. Isso, aliás, vale não só para o sócio, mas também para o administrador ou qualquer outro agente ligado à empresa. O problema de que aqui nos ocupamos surge quando se busca responsabilizar terceiros sem prova de culpa e sem base legal expressa. Aproximei-me desse tema espinhoso discutindo orientações para o controle consequencialista de legitimidade das interpretações jurídicas. Isto é, procurei articular o texto de lei e a dogmática jurídica assente com efeitos esperados e incentivos.

Tomei como ponto de partida um Modelo Básico que dá particular importância à distinção entre credor voluntário e involuntário da empresa devedora. Esse modelo foi refinado de modo a integrar aspectos jurídicos, políticos e econômicos relevantes. O refinamento conduzido sugeriu a possibilidade de responsabilização de sócios em caráter objetivo, ainda que sem base legal expressa, em algumas circunstâncias específicas no direito trabalhista (mas, conforme sugerido, só até um certo limite), direito do consumidor e direito civil (especialmente quando há ilícito cível praticado pela empresa). No caso do direito administrativo e tributário a rigidez jurídica tem importância acentuada. Ainda assim, destaquei circunstâncias em que, em linha com o modelo dogmático aqui concebido, faz sentido responsabilizar o sócio.

7.5 *Conclusão parcial*

A vida em sociedade se sustenta tanto pelo compartilhamento de valores comuns quanto pelo comportamento estratégico individual em que cada qual busca melhorar sua situação dentro do sistema. Regras e doutrinas jurídicas, por isso mesmo, têm essa natureza dual: por um lado articulam valores humanos e aspirações coletivas que refletem noções de bem; e por outro, impõem limites ao oportunismo humano.

Insisto no ponto: a vocação humana para o oportunismo se complementa também com a vocação humana para o altruísmo, porque o

autointeresse puro não explica os níveis de cooperação que temos hoje. A posição de que os seres humanos sejam apenas egoístas é dogmática e não tem respaldo empírico. O mesmo pode ser dito, no entanto, da posição oposta, isto é, aquela que enxerga no Direito apenas mecanismo de articulação das fundações valorativas a guiar os homens de modo determinante.

O Direito é, por tudo isso, técnica e também valor. A dogmática jurídica pode, por isso, ser um campo profícuo para um pragmatismo ético. A reflexão jurídica deve, portanto, ser vista como um ambiente de otimização, em que os espaços de decisão deixados pelo texto legal são preenchidos por uma ponderação entre valores e consequências, custos e benefícios, vantagens e desvantagens – tudo de forma que a aplicação do Direito possa atingir os melhores resultados possíveis no contexto político em que se insere.

O labor do jurista pode assim ser compreendido como a arte da busca de soluções de compromisso, imaginação sobre o possível, arte da articulação do que é viável. É nesse espírito que devem ser compreendidas as proposições aqui formuladas a respeito da responsabilidade de sócios por dívidas da empresa e também aquelas formuladas no capítulo seguinte.

Capítulo 8

EXTENSÕES AO MODELO DOGMÁTICO

8.1 Parâmetros para calibração de efeitos: 8.1.1 Extensão da responsabilidade do sócio: 8.1.1.1 Responsabilização total – 8.1.1.2 Responsabilização total com direito de regresso – 8.1.1.3 Responsabilização proporcional – 8.1.1.4 Conclusão; 8.1.2 Distinção conforme o tipo de sócio: 8.1.2.1 Acesso a informações e influência como variáveis-chave – 8.1.2.2 Vantagem no suporte de risco – 8.1.2.3 Critérios para distinção dos sócios – 8.1.2.4 Conclusão; 8.1.3 Empresas abertas e fechadas: 8.1.3.1 A distinção fundamental – 8.1.3.2 Refinamento – 8.1.3.3 Conclusão – 8.1.3.4 Nota sobre o direito comparado. 8.2 Responsabilização de ex-sócio: 8.2.1 Imputação imprescritível; 8.2.2 Imputação pela ocorrência; 8.2.3 Imputação pelo ajuizamento. 8.3 Extensões do modelo: 8.3.1 Responsabilização de administradores: 8.3.1.1 Mecanismos jurídicos de transferência de risco – 8.3.1.2 Justificativas econômicas – 8.3.1.3 Conclusão; 8.3.2 Responsabilização de empresas do grupo econômico: 8.3.2.1 A lógica da criação dos grupos – 8.3.2.2 Juízo crítico – 8.3.2.3 Conclusão; 8.3.3 Responsabilização de contratantes: 8.3.3.1 Mecanismos – 8.3.3.2 Efeitos de primeira e de segunda ordem – 8.3.3.3 Conclusão; 8.3.4 Responsabilização de não contratantes. 8.4 Resumo. 8.5 Conclusão parcial.

O modelo dogmático apresentado no capítulo anterior precisa ser completado e estendido. Convém, como faço na Seção I, discutir a extensão da responsabilidade, realizar distinções em função do tipo de sócio e traçar distinções conforme se tratar de empresas abertas e fechadas. Adiante, na Seção II, examinarei as regras de imputação de responsabilidade a ex-sócios. Por fim, na Seção III, discuto outros casos de corresponsabilização de terceiros, especialmente administradores, empresas do mesmo grupo econômico, contratantes da empresa e outros terceiros não contratantes ligados à empresa.