

***DIREITO SOCIETÁRIO
CONTEMPORÂNEO
II***

ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA
(Coordenador)

ANDRÉ GRUNSPUN PITTA • ANDRÉIA CRISTINA BEZERRA CASQUET

BRUNO ROBERT • CAMILLO STEFANO MARIA SICHERLE

DANIEL DE AVILA VIO

ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA

ERIK FREDERICO OIOLI • EVANDRO FERNANDES DE PONTES

GABRIELA CODORNIZ • GIOVANA CUNHA COMIRAN

JOÃO PEDRO SCALZILLI • LAURA AMARAL PATELLA

LUÍS ANDRÉ NEGRELLI DE MOURA AZEVEDO

LUÍS FELIPE SPINELLI • MARCELO VIEIRA VON ADAMEK

MÁRCIA TANJI • MARCO LA ROSA DE ALMEIDA

MARINA PALMA COPOLA • NICOLE MATTAR HADDAD TERPINS

PAULO FERNANDO CAMPANA FILHO • RAFAEL INDUZZI DREWS

RENATO DIN OIKAWA • RODRIGO TELLECHEA

VIVIANE ROSSINI BERGAMASCHI ABUD

 **MALHEIROS
EDITORES**

DIREITO SOCIETÁRIO CONTEMPORÂNEO II

© ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA
(Organizador)

ISBN 978-85-392-0303-1

*Direitos reservados desta edição por
MALHEIROS EDITORES LTDA.
Rua Paes de Araújo, 29, conjunto 171
CEP 04531-940 – São Paulo – SP
Tel.: (11) 3078-7205 Fax: (11) 3168-5495
URL: www.malheiroseditores.com.br
e-mail: malheiroseditores@terra.com.br*

Composição
PC Editorial Ltda.

Capa:
Criação: Vânia Lúcia Amato
Arte: PC Editorial Ltda.

Impresso no Brasil
Printed in Brazil
06.2015

COLABORADORES

ANDRÉ GRUNSPUN PITTA

Bacharel em Direito pela USP – Mestre em Direito Comercial pela USP
– Advogado

ANDRÉIA CRISTINA BEZERRA CASQUET

Doutora em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP – *Legum Magister (LL.M.)* em Direito Societário pelo Instituto de Ensino e Pesquisa/Insper – Advogada e Professora em São Paulo

BRUNO ROBERT

Mestre e Doutor em Direito Societário pela USP – *LL.M. em Financial and Securities Regulation* pela *School of Law* da *Georgetown University* – Pós-graduado em Economia pela Escola de Economia de São Paulo, da FGV – É Professor Assistente na Faculdade de Direito da USP, dentro do Programa de Aperfeiçoamento de Ensino-PAE

CAMILLO STEFANO MARIA SICHERLE

Mestre em Direito (*Legum Magister – LL.M.*) pela *Cornell University Law School* – Economista pela PUC/SP – Bacharel pela Faculdade de Direito da USP – Advogado em São Paulo

DANIEL DE AVILA VIO

É Mestre e Doutor em Direito Comercial – Pós-graduado em Relações Internacionais pela PUC-SP

O CAPITAL SOCIAL COMO INSTRUMENTO DE PROTEÇÃO DOS CREDORES NA LEI 6.404/1976

MARINA PALMA COPOLA

1. Introdução. 2. Capital social e limitação da responsabilidade dos sócios. 3. Funções do capital social. 4. Princípios informadores do regime do capital social e proteção dos credores: 4.1 Os princípios da irrevogabilidade e da intangibilidade – 4.2 Os princípios da realidade e da efetividade – 4.3 Os princípios da publicidade, da unidade, da determinação e da fixidez/variabilidade condicionada. 5. Conclusão.

1. Introdução

O presente artigo buscará empreender uma análise crítica do capital social e do seu regime jurídico, em linha com os debates que vêm sendo travados sobre a matéria em diversos ordenamentos jurídicos. Nesse diapasão, será analisada a adequação do recurso à figura do capital social à luz de algumas de suas funções para as sociedades anônimas. Não se tem a ambição de repisar na integralidade um assunto sobre o qual a doutrina já dissertou com reconhecida maestria. O que se pretende é dar um enfoque diverso ao estudo de um tema central ao direito societário pátrio, cuidando do arcabouço construído sobre o conceito de capital social tendo como norte sua capacidade de atingimento de determinados objetivos ligados à proteção dos credores.

Para levar a efeito tal análise, este artigo se dividirá em cinco partes, sendo a primeira delas esta “Introdução”. Na segunda parte serão trazidas algumas breves considerações históricas e conceituais. A terceira parte tratará das funções do capital social na Lei 6.404, de 15.12.1976

(“Lei das S/A” ou “Lei 6.404/1976”). Como antecipado, a quarta parte tratará do regime jurídico do capital social, organizado a partir de princípios corporificados em diversos dispositivos da Lei das S/A, decorrentes, por sua vez, da necessidade de atendimento daquelas funções. Com a descrição dos princípios do capital social e do regime jurídico que neles se apoia pretende-se demonstrar que muitas vezes tal regime não atende aos fins protetivos que o orientam. Finalmente, na quinta parte o artigo alinhará algumas conclusões.

2. Capital social e limitação da responsabilidade dos sócios

A disciplina do capital social deve ser analisada no ordenamento brasileiro como o subproduto da interação entre três conceitos fundamentais ao direito societário: a personalidade jurídica, a autonomia patrimonial e a limitação da responsabilidade dos sócios.

A relação entre tais conceitos e a disciplina que eles informam tem uma dimensão eminentemente funcional, uma vez que a personalização é, com efeito, técnica jurídica para atingir determinados objetivos práticos, dos quais depende a realização da empresa: a autonomia patrimonial e a limitação de responsabilidades, já referidos.¹ A personalização é, verdadeiramente, uma técnica, imitação da responsabilidade mediante a criação de uma pessoa jurídica com patrimônio separado dos patrimônios individuais de seus sócios, os quais, pelos reverses daquela, respondem limitadamente, é exceção ao princípio geral de que uma pessoa deve responder com todo seu patrimônio pela integralidade dos seus débitos.²

Subjacente a esta exceção reside uma racionalidade econômica. A limitação da responsabilidade dos sócios, por meio da constituição de um sujeito independente de direito, é instrumental ao exercício da atividade comercial e à consecução do objeto social,³ eis que tal solução extraordinária permite que os bens daqueles sócios não se confundam com os bens da sociedade. O patrimônio dos sócios resta, assim, protegido das execuções dos credores sociais, as quais só são capazes de alcançar o patrimônio da sociedade, cuja responsabilidade é, esta sim, ilimitada. De fato, é difícil imaginar o desenvolvimento da economia se ausente a possibilidade de limitação das perdas dos acionistas quando estes se

1. Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 3ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1983, p. 279.

2. Tullio Ascarelli, *Studi in Tema di Società*, Milão, Giuffrè, 1952, p. 12.

3. Idem, p. 13.

lançarem em um empreendimento comum. Outrossim, tal prerrogativa justifica-se tão somente diante da possibilidade de realização daquele escopo mercantil – é ela, por isso, no dizer de Comparato, a causa mesma do negócio de sociedade.⁴

A personalização e a separação patrimonial são hoje viabilizadas por meio da obediência a certos requisitos formais – como o arquivamento dos atos constitutivos das respectivas sociedades na Junta Comercial, nos termos da Lei 8.934, de 18.11.1994, conforme alteração. Mas nem sempre puderam as sociedades contar com a concessão automática e irrestrita de tais prerrogativas, e o surgimento da figura do capital social está intrinsecamente conectado à limitação da responsabilidade dos sócios como conquista da classe mercantil.

No auge do mercantilismo a ligação umbilical do Estado com as grandes sociedades colonizadoras resultava na extensão de uma garantia quase que soberana para aqueles que com elas negociavam.⁵ Vigoravam naquele período, essencialmente, os regimes societários nos quais ao menos um dos sócios respondia solidariamente pelos débitos contraídos pela sociedade.⁶ Os aportes de capital eram encarados tão somente como meios para a realização da própria empresa, e não com o intuito de proteger terceiros.⁷

O advento da Revolução Industrial nas últimas décadas do século XVIII alterou radicalmente este quadro. O aumento exponencial da massa consumidora, proporcionado pelas novidades na agricultura, na indústria e nos transportes, fez surgir uma miríade de novas oportunidades comerciais para aqueles que as quisessem aproveitar. Multiplicaram-se as casas de comércio e as manufaturas. O incremento da demanda também agravou a necessidade das sociedades comerciais por capital e por matéria-prima, o que impactou profundamente as atividades bancárias e os regimes de contratação de bens e serviços. As transformações impostas ao processo produtivo pela atuação ino-

4. Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, cit., 3ª ed., pp. 280-281.

5. Alfredo Lamy Filho, “Capital social”, in Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (coords.), *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 194.

6. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira von Adamek, “A proteção aos credores e aos acionistas no aumento de capital”, *Revista do Advogado* 96/33-34, São Paulo, 2008.

7. Paulo de Tarso Domingues, *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*, Coimbra, Coimbra Editora, 1998, pp. 69-70.

vativa do empresariado⁸ levaram, por consequência, à consolidação de arranjos societários nos quais a limitação da responsabilidade vigorava como regra.⁹

Num cenário de potencial autonomia patrimonial das sociedades de capitais, a criação de um regime capaz de equacionar os interesses dos sócios e os dos credores sociais passou a ser defendida como fundamental para a sustentação da atividade mercantil em novos patamares. Como resultado, difundiu-se a noção de que os aportes efetuados pelos sócios quando da constituição da empresa: (i) a eles não mais poderiam ser retornados, exceto em hipótese de liquidação daquela; e (ii) deveriam ser tornados, de alguma forma, “públicos”. Em 1843¹⁰ o capital social foi previsto pela primeira vez em lei¹¹ como cifra representativa do montante preservado à disposição de terceiros, em contrapartida ao fato de que o acesso aos patrimônios individuais dos sócios àqueles fora limitado.¹² O capital social passou a se colocar, então, em última análise, como “elemento imprescindível à própria configuração da pessoa jurídica mercantil”.¹³

Em pouco tempo a ideia de que o capital social deveria servir ao propósito exclusivo de proteção dos credores ganhou força, a tal ponto que sua função de garantia foi alçada à condição de “postulado indeclinável”. Esta mudança na percepção das funções do capital social, de meio de produção a instrumento de tutela, passou, por seu turno, a condicionar a arquitetura dos diplomas societários, especialmente daqueles filiados à tradição europeia continental. No caso brasileiro, uma leitura, mesmo que superficial, da Lei das S/A já revela a dimensão da importância conferida ao capital social enquanto elemento regulador da sociedade.

Não obstante, um número cada vez maior de iniciativas acadêmicas e legislativas passou a propor a flexibilização do regime do capital social,

8. José Tadeu De Chiara, “Disciplina jurídica das instituições financeiras”, *RDP* 41-42/289-307, São Paulo, Ed. RT, 1977.

9. Domingues, *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*, cit., pp. 69-70 e 202.

10. Na *Preussisches Gesetz über die Aktiengesellschaften*.

11. Domingues, *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*, cit., pp. 59-60.

12. Alfredo Lamy Filho, “Capital social”, in Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (coords.), *Direito das Companhias*, cit., p. 194.

13. José Alexandre Tavares Guerreiro, *Regime Jurídico do Capital Autorizado*, São Paulo, Saraiva, 1984, p. 5.

sob os argumentos da modernização do direito societário e da implementação de melhores práticas de governança corporativa. Não raro, tais discussões perpassam uma tentativa de contraposição entre os estágios de desenvolvimento do direito societário e do mercado de capitais nos Estados Unidos, onde o regime do capital social vem perdendo relevância na Europa (principalmente Continental), cuja tradição civilística vem sendo desafiada pelas realidades da integração regional. Aqueles movimentos não passaram, naturalmente, despercebidos no Brasil. No entanto, o fato é que uma mudança no paradigma regulatório das sociedades anônimas brasileiras, por via de extinção do regime do capital social, não consta dentre as prioridades para uma eventual reforma legislativa.

É nesse contexto que interessa perquirir a eficácia do arcabouço construído na Lei 6.404/1976 ao redor do conceito de capital social como instrumento da tutela de terceiros. Mas, para fazê-lo, convém, antes, explorar mais detidamente alguns aspectos das funções tradicionalmente ligadas à proteção dos credores atribuídas pela doutrina ao capital social. Faz-se referência, notadamente, às funções de garantia e de avaliação da situação econômica da sociedade.

3. Funções do capital social

Embora suas finalidades protetivas recebam maior atenção dos juristas, é pacífico que na maioria dos regimes societários hoje em vigor estas não são as únicas funções desempenhadas pelo capital social nas anônimas.

Como visto, até o advento da Revolução Industrial o capital integrado pelos sócios era concebido unicamente como meio de realização do objeto social. Outrossim, a função de produção é a mais antiga dentre todas as atribuídas ao capital social.¹⁴

Historicamente, porém, ao capital social também têm sido atribuídas importantes funções fundacionais¹⁵ e organizacionais. A despeito de algumas variações conceituais, a doutrina¹⁶ usualmente confere ao capital social dois papéis relevantes no âmbito interno das sociedades, os

14. Domingues, *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*, cit., pp. 262-265.

15. *Idem*, p. 27.

16. A divisão aqui utilizada baseia-se livremente naquela proposta por Domingues, *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*, cit., pp. 200-264.

quais são chamados aqui de *função de atribuição da qualidade de sócio* e de *função de determinação da posição jurídica do sócio*.

A função de atribuição da qualidade de sócio advém do reconhecimento de que o *status socii* em uma sociedade de capitais pertence aos indivíduos que detêm uma participação no montante do capital social, obtida por meio de um aporte realizado nos termos da lei. Na Lei 6.404/1976 o recurso ao capital social como elemento fundamental na determinação do pertencimento de uma pessoa ao quadro social tem como ponto de partida a análise dos dispositivos que tratam da constituição da companhia (arts. 80 e ss.) e da formação do capital social (arts. 7º e 8º), aliada ao exame dos arts. 5º e 11, nos quais se lê que o estatuto da companhia fixará o valor do capital social e o número de ações em que este se divide.

Já, a função de determinação da posição jurídica do sócio liga-se aos efeitos daquela participação. Por *posição jurídica de sócio* refere-se, de forma ampla, ao espectro de direitos e deveres atribuídos a cada indivíduo por conta de sua qualidade de acionista, mensurados pela divisão do capital pelo número de ações. Ela é a tradução, pois, da “relação contratual acionista/companhia, independentemente de fatores aleatórios quer do mercado ou do sistema econômico, quer da gestão dos administradores”.¹⁷ A função de determinação da posição de sócio diz respeito, nesse sentido, não só aos direitos e deveres que são indistintamente distribuídos entre os integrantes do quadro social (como os direitos essenciais elencados no art. 109), mas também àqueles direitos e deveres conferidos a depender da fração detida por cada um dos acionistas no capital social. O art. 1º da Lei das S/A evidencia, de imediato, o papel do capital social, dividido em ações, como métrica da responsabilidade dos sócios ou acionistas, limitando-se esta ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. Além disso, ao longo do diploma é recorrente o emprego do capital na definição de outros direitos e deveres dos sócios, como, por exemplo, na regra que estende a acionistas que representem 5% no mínimo do capital social a competência para convocar a assembleia-geral em caso de não atendimento, pelos administradores, de pedido de convocação a eles endereçado (art. 123, parágrafo único, “c”).

O estudo das funções “internas” do capital social, acima descritas, é forçoso no mínimo à luz da profusão de referências ao capital social na definição da estrutura de poderes nas sociedades regidas pela Lei

17. José Tadeu De Chiara, “Resgate de ações”, *RDM* 21/60-67, n. 48, São Paulo, 1982.

6.404/1976, o que confere ao capital social *status* de eixo orientador do diploma societário. Mas aquelas funções, por si sós, não oferecem justificativas suficientes para a manutenção de um regime jurídico complexo como o do capital social.

Assim, invariavelmente, uma análise crítica do capital social e do seu regime jurídico acaba por redundar na investigação de funções outras, eminentemente “externas”. Trata-se das funções de garantia e de avaliação econômica da sociedade, estas, sim, em larga medida, relacionadas, como já mencionado, à proteção dos credores e à própria criação da figura do capital social.

A função de garantia do capital social adquiriu contornos de tal forma dogmáticos a partir da segunda metade do século XIX – em detrimento, inclusive, da função de produção –, que a levaram a ser comumente referida na literatura como “função-rainha” do capital social. Com efeito, diferentemente do que ocorre nos Países de origem anglo-saxã, nos quais em geral a tutela de terceiros se opera por vias eminentemente contratuais, as legislações filiadas à tradição europeia chamaram para si aquela responsabilidade, a ponto de alguns autores chegarem a afirmar que o propósito fundamental de tais diplomas societários seria não menos que a proteção dos credores.¹⁸

Tal função de garantia deriva do corolário de que, em contrapartida à limitação da responsabilidade dos sócios, o capital por estes subscrito pode ser empregado na consecução da empresa, mas não deve, ao menos sem que sejam tomadas certas medidas acautelatórias, ser devolvido aos acionistas, exceto em caso de liquidação da companhia e após todos os credores terem sido pagos. Dois desdobramentos práticos resultam deste enunciado, ao menos do ponto de vista teórico. Um, os credores podem confiar na existência daquele montante subscrito para satisfazer seus créditos, a menos que ele tenha sido reduzido como resultado da própria atividade mercantil. E dois, mesmo nesta hipótese os credores podem confiar que o montante original entregue a título de capital social será repostado antes que quaisquer ativos possam ser devolvidos aos sócios.¹⁹

Há que se anotar, contudo, que já há muito a melhor doutrina vem destacando a necessária distinção entre a cifra do capital social e o com-

18. Luca Enriques e Jonathan R. Macey, “Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules”, 86 *Cornell Law Review*, 2000-2001, p. 1.173.

19. Jonathan Rickford, *Reforming Capital – Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, 2004, p. 928.

plexo de relações, direitos e obrigações²⁰ de titularidade da sociedade, o patrimônio – este, sim, hábil a oferecer garantia aos credores sociais. Sem prejuízo, como aponta Guerreiro, “não se pode olvidar que todo o aparato legislativo voltado à conservação de sua integridade confere ao capital social a referida função de garantia”.²¹

Já, a função de avaliação econômica da sociedade não é, como a função de garantia, a função primária de proteção dos credores. No entanto, a função do capital social como mecanismo de avaliação foi reconhecida quase que simultaneamente ao desenvolvimento, mediante a concepção de um sistema de publicidade obrigatória para a referida cifra.²²

Aliás, para Ascarelli a criação de um sistema de publicidade social, que inclui as noções de exercício social anual, e do qual a publicidade do capital social faz parte, é conexas à constituição de um patrimônio separado.²³ Isso porque o conceito de capital social não equivale ao de patrimônio, mesmo que se admita que, em determinado momento do tempo, os valores numéricos de um e de outro possam coincidir. O patrimônio social é o instrumento da atividade comercial, universalidade de direito na acepção do art. 91 do CC, formado pela diferença entre o valor dos ativos e o dos passivos e resultado de exercícios futuros. É, por isso mesmo, variável ao sabor dos sucessos e dos insucessos do empresário.

Enquanto o patrimônio é intrinsecamente mutável, o capital social é cifra fixa, de direito, expressa em moeda corrente nacional no estatuto social, representando as contribuições dos sócios para a consecução do objeto social. Nessa linha, ficou famosa a imagem aludida por Vivante de que o capital social cumpre, em face do patrimônio, a função de um recipiente destinado a medir o trigo, que ora supera a medida, ora não chega a enchê-la.²⁴ E é nesse sentido que o capital social, na qualidade de ponto de referência, é capaz de oferecer meios de defesa aos credores. Serve o capital social à função de avaliação, posto que, por ser seu valor nominal dado público, podem os credores examinar o desempenho econômico e financeiro da sociedade contrastando outros dados de conhe-

20. Guerreiro, *Regime Jurídico do Capital Autorizado*, cit., p. 31.

21. Idem, p. 28-30.

22. Alfredo Lamy Filho, “Capital social”, in Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (coords.), *Direito das Companhias*, cit., p. 194.

23. Ascarelli, *Studi in Tema di Società*, cit., p. 15.

24. Cesare Vivante, *Tratatto di Diritto Commerciale*, vol. II, Milão, Vallardi, 1906, p. 263.

cimento geral (como o patrimônio social) à cifra originalmente subscrita pelos acionistas para realização do objeto social, quando da constituição da companhia.

Da apreciação das funções protetivas do capital social resta claro que sua adoção como mecanismo de tutela dos credores se apoia em um arcabouço normativo composto por dispositivos acessórios destinados a lhe conferir eficácia.

As regras que compõem o regime do capital social buscam, em última análise, mitigar os conflitos de interesses oriundos da relação credores-sócios. Particularmente, tais dispositivos procuram atenuar os riscos relacionados à possibilidade de manipulação do “privilégio” da limitação da responsabilidade dos acionistas pelos próprios, em desfavor de terceiros contratantes.

O comportamento oportunista dos sócios pode se manifestar de diversas formas, mas as preocupações do Direito com a disciplina do capital social ligam-se a algumas hipóteses em especial. De forma bastante simplificada, interessa ao Direito primeiramente a possibilidade de os sócios mentirem sobre a valoração dos ativos aportados na sociedade a título de subscrição e que compõem o patrimônio social. Em segundo lugar, interessa a possibilidade de distribuição, pelos sócios, dos ativos que compõem o patrimônio social em seu benefício e em detrimento dos credores. E, por fim, interessa a capacidade que os sócios têm de elevar excessivamente o nível de endividamento da companhia.²⁵

Destes três cenários de atuação dos acionistas resulta que, ao redor do mundo, o regime do capital social se apoia em uma série de regras mais ou menos comuns que, de acordo com Ascarelli, podem ser traduzidas concretamente nos diplomas societários em duas espécies de normas: (i) aquelas ligadas à constituição da sociedade, sendo que o valor do patrimônio não pode ser inferior ao capital social; e (ii) aquelas que têm por fim tutelar a integridade do capital social ao longo da vida da sociedade.²⁶

A literatura acadêmica contemporânea tem questionado duramente a habilidade do arcabouço normativo construído ao redor da teoria do capital social de suportar, na prática, as funções protetivas acima descritas; e, de forma mais contundente, se aquele arcabouço o faz de forma

25. John Armour, Gerard Hertig e Hideki Kanda, “Transactions with creditors”, in Reinier Kraakman e outros, *The Anatomy of Corporate Law*, 2ª ed., Nova York, Oxford University Press, 2009, pp. 115-119.

26. Ascarelli, *Studi in Tema di Società*, cit., p. 20.

eficaz, comparado com outras soluções possíveis para endereçar o risco assumido pelos credores. Contudo, antes de aceitar quaisquer assertivas neste sentido para o caso brasileiro, cumpre examinar, em detalhes, os vários componentes da implementação do regime do capital social. Em outras palavras: analisar as principais regras que, na Lei 6.404/1976, operam como proteção dos credores das sociedades anônimas no Brasil.

Por questões didáticas, optou-se por organizar aquelas regras em grupos, delimitados a partir do que se convencionou chamar de *princípios informadores do capital social*.

4. Princípios informadores do regime do capital social e proteção dos credores

Os princípios informadores do regime do capital social são proposições fundamentais extraídas do arranjo normativo que alicerça aquele regime tendo por fim o atingimento de suas funções. Em linha com a proposta deste artigo, o tratamento que aqui será dado a tais princípios terá como foco a proteção dos credores, manifestada pelas funções de garantia e de avaliação econômica da sociedade.

4.1 Os princípios da irrevogabilidade e da intangibilidade

Os dois primeiros princípios a merecerem referência, os quais já foram referidos ao menos indiretamente, e que se correlacionam ao longo da extensão da Lei das S/A, são o princípio da *irrevogabilidade* e o princípio da *intangibilidade*. O princípio da irrevogabilidade determina que os valores atribuídos à companhia pelos sócios a eles não podem ser devolvidos, nem total nem parcialmente, exceto em hipótese de liquidação da sociedade, e mesmo nestes casos somente depois de apurados os haveres a que têm direito os credores sociais. O princípio da intangibilidade, por sua vez, estabelece que os valores que compõem o capital social são assim conferidos à companhia a título de fundo perpétuo, e não podem ser alcançados pelos acionistas.

A preocupação manifestada nos princípios supramencionados é compreensível. As transferências dos ativos da companhia para os acionistas (chamada simplificada de “distribuição”) reduzem, de um modo geral, o montante disponível para a satisfação das expectativas dos credores. Nas legislações que adotam o regime do capital social, preocupa que as distribuições possam avançar sobre aquele montante afetado, ameaçando o exercício de sua função de garantia e, por conse-

quência, a própria manutenção do regime. É praticamente inexistente, assim, o dissenso doutrinário quanto à necessidade do regramento da transferência dos ativos da sociedade aos acionistas. Questiona-se, contudo, se as normas que regulam as distribuições e perfazem o arcabouço do capital social são aptas a proteger os credores e a assegurar a função de garantia daquele.

Tipicamente, a principal forma de distribuição se dá por meio da distribuição de dividendos, pelo quê um dos pilares do regime do capital social na Lei 6.404/1976 reside no art. 201, que determina que “a companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do artigo 17”. Não por outro motivo, a distribuição de lucros ou dividendos fictícios, na falta de balanço, em desacordo com este ou mediante balanço falso, configura ilícito penal, previsto no inciso VI do § 1º do art. 177 do CP.

As distribuições também podem tomar a forma de operações de recompras de ações, que se assemelham, do ponto de vista econômico, às distribuições de dividendos, e são em princípio vedadas, nos termos do art. 30 da Lei das S/A e também do inciso IV do § 1º do art. 177 do CP, que prevê sanção ao “diretor ou o gerente que compra ou vende, por conta da sociedade, ações por ela emitidas, salvo quando a lei o permite”.

Fica claro que a lei não tolhe toda e qualquer transferência aos acionistas. Tampouco almeja o legislador impedir, de uma penada, que a companhia incorra em perdas superiores ao valor do capital social. O que se objetiva é, sim, limitar as distribuições aos ativos que tenham sido amealhados como resultado da empresa, e que, portanto, constituam lucro, preservando, assim, a conta do capital social e sua função de garantia.

A solução legal adotada no Brasil para lidar com as distribuições é inegavelmente elegante do ponto de vista teórico. Sua implementação, porém – argumentam alguns críticos do regime do capital social –, não pode ignorar algumas questões de ordem prática relacionadas ao caráter dinâmico da atividade comercial, e que podem comprometer a eficácia do arranjo instituído.

Primeiro há que se considerar que a permissão para distribuição de dividendos se apoia, essencialmente, em dados constantes das demonstrações financeiras. Nos casos em que o valor atribuído aos ativos da sociedade for extremamente volátil, por exemplo, aqueles dados podem

não possuir relação com as verdadeiras condições econômicas e financeiras da companhia.²⁷ O montante distribuído pode, por consequência, não corresponder à expectativa efetiva de solvência da sociedade no momento da distribuição de seus lucros (se estes assim puderem ser chamados).

Segundo, no regime do capital social a verificação da existência de excedente disponível para distribuição aos acionistas ignora o elemento temporal. Com frequência não se distingue adequadamente entre numerário e ativos de difícil liquidação, enquanto para os credores estas diferenças são cruciais para determinar a probabilidade do pagamento das dívidas que detêm contra a sociedade.²⁸

E ao final – alega-se – seria impossível fechar os olhos para o fato de que, na vida real, a administração da sociedade e/ou seus acionistas podem recorrer virtualmente a uma infinidade de subterfúgios, tais como transações com partes relacionadas, emissão de títulos e valores mobiliários ou planos agressivos de remuneração, para realizar transferências de ativos a despeito do disposto nas demonstrações financeiras ou das vedações impostas para negociação com as próprias ações.²⁹

4.2 Os princípios da realidade e da efetividade

Enquanto os princípios da *irrevogabilidade* e da *intangibilidade* buscam proteger o capital social de eventual dilapidação pelos acionistas, os princípios da *realidade* e da *efetividade* relacionam-se à formação do capital social. Nos termos do art. 7º da Lei 6.404/1976, o capital social deverá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro. Na prática, três modalidades de formação do capital social são previstas: (i) a subscrição em dinheiro, na constituição da companhia e no aumento de capital mediante subscrição de ações; (ii) a capitalização de recursos existentes no patrimônio da companhia já em funcionamento; e (iii) a subscrição em bens.

Conforme preleciona o princípio da realidade, o capital social deve ser composto por entradas efetivas cujo valor seja idêntico ao da cifra

27. Enriques e Macey, “Creditors *versus* capital formation: the case against the European legal capital rules”, cit., 86 *Cornell Law Review*, p. 1.190.

28. Bayless Mannings e James J. Hanks Jr., *Legal Capital*, 3ª ed., Westbury, Foundation Press, 1990, pp. 92-93.

29. Enriques e Macey, “Creditors *versus* capital formation: the case against the European legal capital rules”, cit., 86 *Cornell Law Review*, p. 1.190.

que constará do estatuto social. Exige-se, pois, tanto que os aportes correspondam à cifra declarada como capital social quanto que as participações sociais correspondam aos aportes realizados.³⁰

Este princípio se faz perceber já no art. 7º da Lei das S/A, que estabelece as espécies de contribuições consideradas idôneas (dinheiro ou bens suscetíveis de avaliação em dinheiro) para a formação do capital social. É regra que se extrai, ademais, do art. 80, I, que preceitua que ao menos duas pessoas devem subscrever todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto. O mesmo vale para a obrigação constante do art. 106, no sentido de que o acionista é obrigado a realizar, nas condições previstas no estatuto ou no boletim de subscrição, a prestação correspondente às ações subscritas ou adquiridas.

Não basta, porém, assegurar a correspondência entre o compromisso assumido e a cifra do capital social. A partir daquele momento inicial de constituição, e ao longo da vida da sociedade, importa que os bens entregues sejam aptos a permitir a satisfação dos credores. Em outras palavras: enquanto o princípio da realidade liga-se à “quantidade” das entradas, ao princípio da efetividade concerne a “qualidade” dos bens.³¹ É que, por óbvio, a garantia dos credores não se constitui pelo capital social nominal, isto é, pela simples cifra representativa do montante amealhado junto aos sócios. Ao contrário, o regime acima descrito do capital social como garantia dos credores só pode se sustentar se àquela cifra corresponderem bens concretos (e, ao menos em certa medida, “líquidos”) no patrimônio social.³²

O princípio da efetividade é consagrado de forma clara no arcabouço legal construído para permitir a subscrição em bens. Impõe, assim, o diploma societário, em seu art. 8º, que a avaliação dos bens seja realizada por três peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembleia, e que o laudo por eles produzido seja objetivamente fundamentado (§ 1º). A Lei 6.404/1976 contém – não por outra razão – um sistema severo de responsabilidades, tanto para os avaliadores, pelos danos que causarém por culpa ou dolo na avaliação dos bens, quanto para os subscritores e acionistas, que com eles contribuirém para a formação do capital.

A defesa da realidade e da efetividade das entradas na Lei das S/A pode encontrar, porém, alguns obstáculos.

30. Domingues, *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*, cit., p. 72.

31. Idem, p. 147.

32. Idem, p. 201.

Avaliações de especialistas renomados são caras – particularmente por conta do sistema de responsabilidades vigente – e consomem tempo, de modo que podem ser verdadeiramente inconvenientes em casos mais urgentes.³³

Pior do que isso, todo este dispêndio de tempo e de recursos pode se mostrar ineficiente. Os avaliadores costumam dispor de ampla discricção, e não é improvável que sua independência venha a ser afetada por outros interesses. Isto porque, em geral, os avaliadores também oferecem outros serviços, de auditoria e de contabilidade por exemplo, estes, sim, mais satisfatórios do ponto de vista financeiro e que envolvem a fidelização do cliente por longos períodos, e podem ficar tentados a conquistar para outras áreas os clientes para quem prestam aqueles serviços de avaliação.³⁴

Por fim, esta relação conflituosa estabelecida entre avaliadores e credores só perderia para o conflito encampado pela própria Lei 6.404/1976 ao sujeitar a aprovação das operações para mudança da estrutura de capital à vontade dos acionistas. Os interesses destes – como já bem explorado acima – não coincidem, em larga medida, com aqueles dos credores. A Lei das S/A, ao outorgar aos acionistas o poder de escolha dos avaliadores (art. 8º) e de aprovação do laudo (§ 1º), estaria incorrendo, assim, no equívoco, eternizado de forma bem humorada por Manning, de “investir a raposa no poder de controlar o mecanismo de proteção das galinhas”.³⁵

4.3 *Os princípios da publicidade, da unidade, da determinação e da fixidez/variabilidade condicionada*

Dando seguimento à análise do regime normativo que cerca a figura do capital social, merece destaque especial a regra que determina que a cifra acordada seja, em qualquer hipótese, tornada pública – da qual deriva o *princípio da publicidade*. Tal cifra deve ser una – daí por que se fala em *princípio da unidade* – e estar determinada nos atos constitutivos da sociedade – do que decorre o *princípio da determinação*.

O princípio da publicidade pressupõe a obediência aos princípios da unidade e da determinação, encerrando de forma abrangente, como o

33. Rickford, *Reforming Capital – Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, cit., pp. 933-937.

34. Enriques e Macey, “Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules”, cit., 86 *Cornell Law Review*, pp. 1.187-1.188.

35. Manning e Hanks, *Legal Capital*, cit., 3ª ed., p. 92.

faz o art. 5º da nossa Lei das S/A, a obrigação de definir a dita cifra, em moeda nacional, no estatuto – documento único, este, que, de seu turno, deve obrigatoriamente ser levado a registro quando da constituição da sociedade e nas hipóteses de modificações de seu conteúdo.

Para Ascarelli, além do benefício imediato de tornar conhecidos os aportes dos sócios na companhia, a publicidade do capital social reveste-se da qualidade de regra de ordem pública, posto que se conecta, de modo mais abrangente, ao sistema de publicidade estabelecido para as sociedades anônimas por conta da responsabilidade limitada dos acionistas.³⁶

Por fim, de modo a garantir a coerência dos princípios a que fizemos referência, o regime do capital social também inclui regras aplicáveis às hipóteses de alteração da cifra do capital social. O conjunto de tais regras tem como denominador comum o chamado *princípio da fixidez*. Ao contrário do que o nome sugere, este arcabouço não implica que a cifra do capital social seja imutável.

Aquelas regras impõem, contudo, que a modificação do capital social fique condicionada a procedimentos e autorizações descritos em lei (daí por que alguns se referem ao princípio da fixidez também como *princípio da variabilidade condicionada*).

Na Lei 6.404/1976, o art. 166 descreve as situações em que o capital social pode ser aumentado: (i) por deliberação da assembleia-geral ordinária, para correção da expressão monetária do seu valor; (ii) por deliberação da assembleia-geral ou do conselho de administração, observado o que a respeito dispuser o estatuto, nos casos de emissão de ações dentro do limite autorizado no estatuto;³⁷ (iii) por conversão em

36. Ascarelli, *Studi in Tema di Società*, cit., pp. 14-15.

37. A propósito, as hipóteses de aumento quando se está a tratar de capital autorizado (art. 166, II) são merecedoras de alguns cuidados teóricos. A lei, mesmo enunciando que “o estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária”, ainda assim não deixa de regular aquela autorização, que deve especificar: “(a) o limite de aumento, em valor do capital ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas; (b) o órgão competente para deliberar sobre as emissões, que poderá ser a assembleia-geral ou o conselho de administração; (c) as condições a que estiverem sujeitas as emissões; (d) os casos ou as condições em que os acionistas terão direito de preferência para subscrição, ou de inexistência desse direito (art. 172)”. Disto resulta que, como bem apontado por Guerreiro, o capital autorizado não é um conceito contábil que escapa às restrições da determinação ou fixidez – aquelas duas dimensões, do capital social e do capital autorizado, não se confundem. Este último configura – isto, sim – “uma especial sistemática de autorização estatutária para aumentos” (Guerreiro, *Regime Jurídico do Capital Autorizado*, cit., pp. 78-80).

ações de debêntures ou partes beneficiárias e pelo exercício de direitos conferidos por bônus de subscrição, ou de opção de compra de ações; e (iv) por deliberação da assembleia-geral extraordinária convocada para decidir sobre reforma do estatuto social, no caso de inexistir autorização de aumento ou de estar tal autorização esgotada. O diploma societário também exige a averbação do aumento ou o arquivamento da ata da assembleia de reforma no Registro do Comércio, além do parecer do conselho fiscal, quando aplicável.

De forma semelhante ao que ocorre no caso dos aumentos, a Lei das S/A confere à assembleia-geral o poder de deliberar “a redução do capital social se houver perda, até o montante dos prejuízos acumulados, ou se julgá-lo excessivo” (art. 173). Também nestes casos a proposta de redução do capital social, quando de iniciativa dos administradores, não poderá ser submetida à deliberação da assembleia-geral sem o parecer do conselho fiscal, se em funcionamento (§ 1º), sendo que a partir da deliberação de redução ficarão suspensos os direitos correspondentes às ações cujos certificados tenham sido emitidos, até que sejam apresentados à companhia para substituição (§ 2º).

E porque no regime do capital social as reduções impactam diretamente, ao menos em teoria, a margem de solvabilidade perante os credores, a Lei 6.404/1976 estabelece que a redução do capital social com restituição aos acionistas de parte do valor das ações, ou pela diminuição do valor destas, quando não integralizadas, à importância das entradas, só se tornará efetiva 60 dias após a publicação da ata da assembleia-geral que a tiver deliberado. Nestes casos, se houver em circulação debêntures emitidas pela companhia, a redução do capital não poderá ser efetivada sem prévia aprovação pela maioria dos debenturistas, reunidos em assembleia especial (art. 174, *caput* e § 3º). Durante aqueles dois meses os credores quirografários por títulos anteriores à data da publicação da ata poderão, mediante notificação, de que se dará ciência ao Registro do Comércio da sede da companhia, opor-se à redução do capital (§ 1º). Findo o prazo, a ata da assembleia-geral que houver deliberado a redução poderá ser arquivada se não tiver havido oposição ou, se tiver havido oposição de algum credor, desde que feita a prova do pagamento do seu crédito ou do depósito judicial da importância respectiva (§ 2º). Decairão de seu direito os credores que não exercerem a oposição dentro do prazo

As críticas ventiladas contra os dispositivos relacionados à fixidez da expressão da cifra do capital social ligam-se, de modo amplo, a uma

perspectiva dita “realista” da análise empreendida pelos credores ao transacionarem com determinada companhia.

Diz-se que o regime do capital social assume falsamente que o valor fixo da cifra nele cristalizada informa os credores das condições econômicas e financeiras da companhia – quando, de fato, os credores não poderiam dar menos importância a tal dado. O julgamento da saúde financeira da sociedade demandaria, pois, o estudo detalhado das demonstrações financeiras. Analisado isoladamente, o montante representativo do capital seria apenas um dado histórico – e inútil.³⁸

No mais, de pouco valeriam os rígidos procedimentos de alteração do capital social se, como já aventado, a questão do conflito de interesses entre acionistas e credores acaba ignorada por via da delegação dos poderes para aumento ou para redução daquela cifra para os sócios.

5. Conclusão

O presente artigo buscou realizar uma análise da adequação do regime legal do capital social com vistas à proteção dos credores.

Do exposto se conclui que:

5.1 A personalização é técnica jurídica cujos efeitos viabilizam a realização do objeto social.

5.2 O capital social foi concebido como uma espécie de contraprestação oferecida aos credores ante o advento da autonomia patrimonial da sociedade e a correspondente limitação das responsabilidades de seus sócios.

5.3 Com o passar do tempo, o regime do capital social – calcado em uma série de princípios – ganhou importância nas legislações societárias como mecanismo de proteção dos credores.

5.4 Influências do *Common Law* ajudaram a motivar um amplo movimento de questionamento da capacidade do modelo do capital social de atingir as funções ligadas à tutela de terceiros, como as funções de garantia e de avaliação econômica da sociedade.

5.5 São, assim, diversas as críticas formuladas à capacidade do arcabouço construído ao redor da figura do capital social na Lei 6.404/1976 de prover proteção aos credores, especialmente à luz dos conflitos estabelecidos entre estes e os acionistas.

38. Enriques e Macey, “Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules”, cit., 86 *Cornell Law Review*, pp. 1.186-1.187.

E:

5.6 Nesse contexto, há que se perquirir se os custos e as limitações impostos pelo regime do capital social na Lei das S/A se coadunam com as necessidades de agilidade e capital intensivo demandadas pelas modernas sociedades anônimas brasileiras.

Bibliografia

- ADAMEK, Marcelo Vieira von, e FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. “A proteção aos credores e aos acionistas no aumento de capital”. *Revista do Advogado* 96. São Paulo, 2008.
- ARMOUR, John, HERTIG, Gerard, e KANDA, Hideki. “Transactions with creditors”. In: KRAAKMAN, Reinier, e outros. *The Anatomy of Corporate Law*. 2ª ed. Nova York, Oxford University Press, 2009.
- ASCARELLI, Tullio. *Studi in Tema di Società*. Milão, Giuffrè, 1952.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4 vols. São Paulo, Saraiva, 2003.
- COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 3ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 1983.
- DE CHIARA, José Tadeu. “Disciplina jurídica das instituições financeiras”. *RDP* 41-42. São Paulo, Ed. RT, 1977.
- . “Resgate de ações”. *RDM* 21. N. 48. São Paulo, Ed. RT, 1982.
- DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*. Coimbra, Coimbra Editora, 1998.
- EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro, Renovar, 2005.
- ENRIQUES, Luca, e MACEY, Jonathan R. “Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules”. 86 *Cornell Law Review*. 2000-2001.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, e ADAMEK, Marcelo Vieira von. “A proteção aos credores e aos acionistas no aumento de capital”. *Revista do Advogado* 96. São Paulo, 2008.
- FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações: Aplicável às Demais Sociedades/FIPECAFI*. 7ª ed., 4ª reimpr. Diretor responsável Sérgio de Iudicibus, Coordenador Técnico Eliseu Martins; Supervisor de Equipe de Trabalho Ernesto Rubens Gelbeke. São Paulo, Atlas, 2008.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Regime Jurídico do Capital Autorizado*. São Paulo, Saraiva, 1984.
- , e TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo, José Bushatsky Editor, 1979.
- HANKS JR., James J., e MANNING, Bayless. *Legal Capital*. 3ª ed. Westbury, Foundation Press, 1990.

- HERTIG, Gerard, ARMOUR, John, e KANDA, Hideki. "Transactions with creditors". In: KRAAKMAN, Reinier, e outros. *The Anatomy of Corporate Law*. 2ª ed. Nova York, Oxford University Press, 2009.
- KANDA, Hideki, ARMOUR, John, e HERTIG, Gerard. "Transactions with creditors". In: KRAAKMAN, Reinier, e outros. *The Anatomy of Corporate Law*. 2ª ed. Nova York, Oxford University Press, 2009.
- KRAAKMAN, Reinier, e outros. *The Anatomy of Corporate Law*. 2ª ed. Nova York, Oxford University Press, 2009.
- LAMY FILHO, Alfredo. "Capital Social". In: LAMY FILHO, Alfredo, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- LAMY FILHO, Alfredo, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- MACEY, Jonathan R., e ENRIQUES, Luca. "Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules". 86 *Cornell Law Review*. 2000-2001.
- MANNING, Bayless, e HANKS JR., James J. *Legal Capital*. 3ª ed. Westbury, Foundation Press, 1990.
- PEDREIRA, José Luiz Bulhões, e LAMY FILHO, Alfredo (coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo, Saraiva, 1988.
- RICKFORD, Jonathan. *Reforming Capital – Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*. 2004.
- TEIXEIRA, Egberto Lacerda, e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo, José Bushatsky Editor, 1979.
- VIVANTE, Cesare. *Tratato di Diritto Commerciale*. vol. II. Milão, Vallardi, 1906.

OS DIREITOS E OBRIGAÇÕES DAS AÇÕES DE EMISSÃO PRÓPRIA ADQUIRIDAS PARA MANUTENÇÃO EM TESOURARIA

GABRIELA CODORNIZ

1. Notas introdutórias. 2. Manutenção de ações de emissão própria em Tesouraria. 3. Obrigações das ações de emissão própria mantidas em Tesouraria. 4. Direitos das ações de emissão própria mantidas em Tesouraria: 4.1 Direitos políticos – 4.2 Direitos econômicos – 4.3 Outros direitos essenciais. 5. Considerações finais.

1. Notas introdutórias

A Lei 6.404, de 15.12.1976 (Lei das S/A), é expressa ao proibir que as companhias negociem com ações de sua própria emissão (art. 30, *caput*, da Lei das S/A). Tal vedação, no entanto, não é absoluta, tendo em vista que o § 1º do mesmo dispositivo lista as exceções ao impedimento de caráter geral. Não se encontram abrangidas pela vedação à negociação: (i) as operações de resgate, reembolso ou amortização (art. 30, § 1º, "a"); (ii) a aquisição onerosa ou por doação de ações de própria emissão para a permanência em Tesouraria ou cancelamento, assim como sua respectiva alienação (art. 30, § 1º, "b" e "c"); e (iii) a compra, caso o preço das ações em Bolsa for inferior ou igual à importância a ser devolvida em dinheiro através de redução de capital social (art. 30, § 1º, "d").¹

1. "Essa enumeração é taxativa: o princípio geral é a proibição de negociação e somente são admitidos os negócios expressamente autorizados pela lei" (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *Direito das Companhias*, vol. I, Rio de Janeiro, Forense, 2006, p. 549). A reforma da Lei das S/A realizada pela Lei 10.303/2001, no entanto, incluiu novo § 4º ao art. 4º, criando forma de aquisição de