



Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Direito

Rodrigo Rabelo Tavares Borba

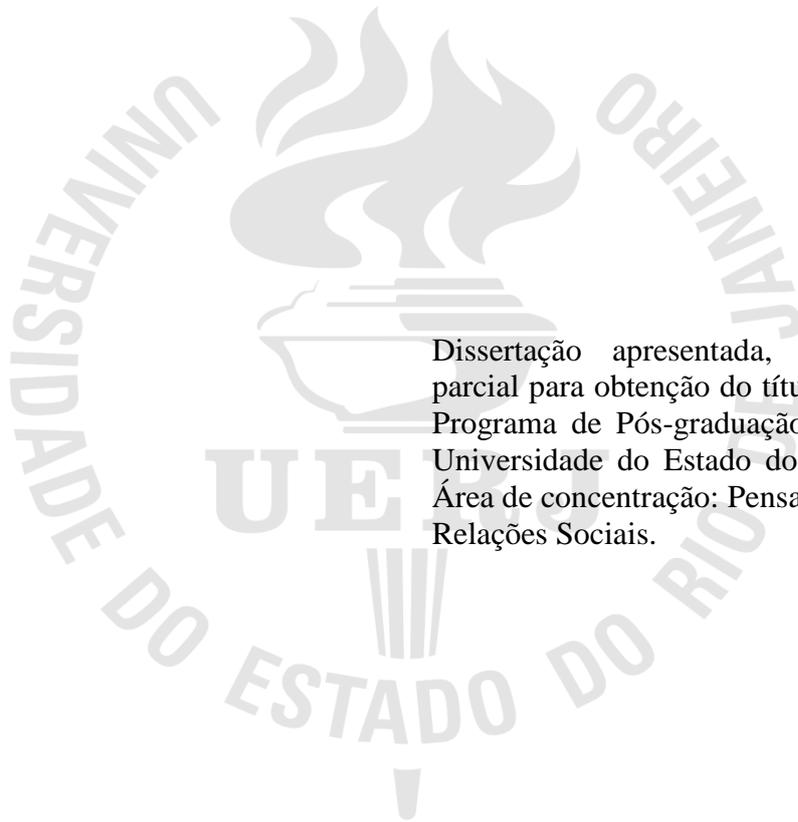
**Mecanismos contratuais de liquidez nos acordos de acionistas: da estrutura
à função**

Rio de Janeiro

2016

Rodrigo Rabelo Tavares Borba

Mecanismos contratuais de liquidez nos acordos de acionistas: da estrutura à função



Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Pensamento Jurídico e Relações Sociais.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho

Rio de Janeiro

2016

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/C

B726	<p>Borba, Rodrigo Rabelo Tavares. Mecanismos contratuais de liquidez nos acordos de acionistas : da estrutura à função / Rodrigo Rabelo Tavares Borba. - 2016. 139 f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Prof. Dr. Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho. Dissertação (mestrado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.</p> <p>1. Contratos -Teses. 2. Direito comercial- Teses. 3.Sociedades por ações – Teses. 4. Direito civil– Teses. I. Monteiro Filho, Carlos Edison do Rêgo. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. III. Título.</p> <p>CDU 347.4</p>
------	--

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta dissertação, desde que citada a fonte.

Assinatura

Data

Rodrigo Rabelo Tavares Borba

Mecanismos contratuais de liquidez nos acordos de acionistas: da estrutura à função

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Pensamento Jurídico e Relações Sociais.

Aprovada em 16 de fevereiro de 2016

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho (Orientador)
Faculdade de Direito – UERJ

Prof. Dr. Maurício Moreira Menezes
Faculdade de Direito – UERJ

Prof. Dr. Fábio Ulhoa Coelho
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Rio de Janeiro

2016

DEDICATÓRIA

Para meus pais,

José Edwaldo Tavares Borba e Rosa Rabelo Tavares Borba,

que sempre me apoiaram no projetos acadêmicos de forma incondicional.

AGRADECIMENTOS

O mestrado e a sua odisséia. A longa jornada daqueles que decidem aventurar-se nos mares do mundo acadêmico é repleta de intempéries. Enganam-se aqueles que idealizam uma viagem tranquila à luz do sol, em águas azuis e ventos estáveis.

Fazer um mestrado, especialmente em uma universidade de primeira linha como a Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ, é uma jornada árdua que começa com uma rigorosíssima prova de admissão, prossegue com uma bateria de apresentações e artigos, e termina com a redação de uma dissertação e sua defesa. É um caminho sem volta. Depois dele, as coisas jamais serão como antes. O ensino na graduação em Direito é passivo, e os alunos são meros receptores de dogmas. No mestrado, a lógica se inverte, a missão passa a ser verificar o merecimento de tutela dos antigos dogmas absolutos. Esse giro de perspectiva é desafiador e angustiante.

Paralelamente a tudo isso, a vida acadêmica tem de conviver com a vida profissional. Em ambas, a excelência é demandada. Noites de sono serão perdidas, aniversários e confraternização serão preteridos.... E como longas jornadas são sempre navegadas em grupo, vai aqui o meu agradecimento àqueles que me acompanharam nessa odisséia, pois grandes conquistas são sempre conquistas coletivas.

Começo pelos meus professores Gustavo Tepedino e Maria Celina Bodin de Moraes, fundadores da Escola do Direito Civil Constitucional no Brasil e profissionais brilhantes. Confidencio que a minha decisão em fazer o mestrado em direito civil deveu-se, em grande medida, à vontade de ser aluno desses dois gênios do Direito Civil brasileiro contemporâneo. Agradeço também aos meus professores Maurício Menezes e Alexandre Assumpção, integrantes do departamento de Empresa e Atividade Econômica, que ampliaram os horizontes do meu mestrado em Direito Civil. Agradeço ainda à professora Milena de Oliva e ao Professor Carlos Affonso, respectivamente, por participar da minha banca de qualificação e por ministrar a instigante disciplina sobre regulação da internet.

Agradecimento especial dedico ao meu orientador, professor Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho. Além de professor decano e civilista de sólida formação, “Cae”, como carinhosamente é chamado por seus alunos, é daqueles professores que inspiram o melhor de todos que o rodeiam. Suas aulas são tão inspiradoras que os debates se estendem muito além do tempo regulamentar, e ninguém arreda o pé da sala de aula. Obrigado, Cae, pela alegria de

seu convívio, pelo entusiasmo com que atendia às minhas ligações ou respondia às minhas mensagens de WhatsApp, mesmo que elas fossem antes das 8 h ou depois das 21 h!!

Agradeço ainda aos meus amigos, advogados e não advogados, que apesar das minhas ausências nestes dois últimos anos, sempre me deram todo apoio e energia positiva para eu seguir adiante.

Agradeço também ao amigo e jurista Paulo Eduardo Penna, mestre pela PUC/SP, que generosamente me cedeu uma valiosa pesquisa jurídica sobre o tema tratado na dissertação.

Agradeço ainda aos meus colegas de trabalho, Sabrina Mattos e Gabriel Demetrio, sem os quais certamente esta dissertação não teria chegado a termo. Ao Gabriel, também mestre pela UERJ, agradeço as profícuas discussões jurídicas e o amor pela academia. À Sabrina, agradeço as conversas amistosas, que muito me ajudaram a lidar melhor com os momentos de maior tensão nas vésperas das apresentações.

Agradeço também aos meus irmãos Adriana, Edwaldo e Gustavo, que, para além dos laços sanguíneos, são também os meus melhores amigos e companheiros de todas as horas. Os irmãos são uma espécie de amigos qualificados, pois nos conhecerem desde os mais remotos tempos. Isto lhes permite nos entender mais e melhor do que qualquer outra pessoa. Dotados de características e gostos totalmente diversos, é neles que busco a solução das questões que a vida me apresenta.

Por fim, agradeço especialmente aos meus pais, José Edwaldo Tavares Borba e Rosa Rabelo Tavares Borba. À minha mãe, por todo carinho e dedicação, e por me ensinar que o conhecimento é o bem mais valioso que podemos ter, na medida em que este bem não pode nos ser retirado e somente a partir dele pode-se viver uma vida plena. Ao meu pai, agradeço por todos os ensinamentos, jurídicos e não jurídicos, especialmente por me ensinar que a ética é sempre a principal virtude.

RESUMO

BORBA, R. T. B. *Mecanismos contratuais de liquidez nos acordos de acionistas: da estrutura à função*. 2016. 139 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016.

Na presente dissertação são analisados os mecanismos contratuais de liquidez previstos em acordos de acionistas a partir de uma análise funcional e promocional do direito. A dissertação é dividida em três capítulos. O primeiro capítulo da dissertação é mais conceitual, tendo o objetivo de lançar as raízes sobre as quais será construído o raciocínio a ser desenvolvido adiante. No segundo capítulo são analisados os mecanismos contratuais de liquidez em espécie. A exposição desse capítulo tem como metodologia a conceituação dogmática dos mecanismos, seguida da apresentação de casos concretos, os quais são analisados tanto com base em uma interpretação estrutural quanto em uma interpretação funcional e promocional do direito. Nesse capítulo é apresentada ainda a teoria da equação contratual. Essa teoria parte do pressuposto de que a aferição de equilíbrio de uma cláusula deve ser buscada na globalidade do sistema contratual montado pelas partes em posição de isonomia substancial, e não com base em cláusulas contratuais isoladas. Por fim, no terceiro e último capítulo, é apresentado um novo mecanismo contratual de liquidez, que consiste na alienação fiduciária de ações em garantia de opção de venda de ações.

Palavras-chave: Mecanismos contratuais de liquidez. Acordo de acionistas. Interpretação funcional e promocional do direito. Opção de venda de ações. Alienação fiduciária de ações. Teoria da equação contratual.

ABSTRACT

BORBA, RTB. *Exit mechanisms in shareholders' agreements: From structure to function*. 2016. 139 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016.

This dissertation analyses the contractual liquidity mechanisms provided in shareholders' agreements based on a functional and promotional analysis of law. It is divided into three chapters. The first is more conceptual, with the aim of laying down the foundations upon which the reasoning of this dissertation will be built. The second chapter analyses specific exit rights. The methodology of this chapter is to approach the dogmatic concept of these mechanisms, and is followed by a presentation of some specific cases that are analysed based on both a structural and a functional and promotional interpretation of the law. This chapter also presents a theory of contractual equation. This assumes that the proportionality of a contractual clause should be determined based on the contractual system as a whole agreed to by the independent parties, and not based on the analysis of these clauses in isolation. Finally, the third and final chapter presents a new type of exit right, which comprises the secured fiduciary transfer of shares as a guarantee for a put option.

Keywords: Exit rights. Shareholders' agreements. Promotional and functional interpretation of the law. Put options. Secured fiduciary transfer. Theory of contractual equation.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1 ACORDO DE ACIONISTAS NO DIREITO BRASILEIRO	15
1.1 Definição e regência	15
1.2 Classificação dos acordos de acionistas	19
1.3 Efeitos do acordo em relação às partes: acordos plurilaterais, bilaterais e unilaterais.	22
1.4 Ilicitude nos Acordos de acionistas	28
1.4.1 <u>Da ilicitude – atos ilícitos e abusivos – aos atos não merecedores de tutela.</u>	28
1.4.1.1 Do ato ilícito como gênero	29
1.4.1.2 Ato ilícito típico (art. 186 do CC):	30
1.4.1.3. Abuso do direito	32
1.4.1.4 O Merecimento de Tutela a partir da análise funcional e promocional do direito	33
1.4.2 Ilicitude nos Acordos de Acionistas	44
2 MECANISMOS DE LIQUIDEZ DOS ACORDOS DE ACIONISTAS	52
2.1 A atuação dos fundos de investimento em participação acionária e a sua associação ao tema função social do contrato	52
2.2 Do conceito de mecanismo de liquidez e sua importância	61
2.3.1 <u>Opção de venda de ações (put option).</u>	64
2.3.1.1 Definição	64
2.3.1.2 Momento formativo do contrato de opção de venda compulsória de ações.....	70
2.3.1.3 Da teoria da equação contratual como elemento do princípio do equilíbrio econômico do contrato à luz de casos concretos.....	75
2.3.2 <u>Cláusula de buy or sell</u>	92
2.3.3 <u>Do controle funcional do direito de preferência</u>	97
2.3.3.1 Conceito de direito de preferência.....	97
2.3.3.2 Direito de primeira oferta	99
2.3.3.3 Estrutura e função na utilização do direito de preferência: análise de caso concreto	102
2.3.3.4 Cláusulas de recuperação de valor (também chamadas de <i>clawback clauses</i> ou <i>catch- up clauses</i>) - Da eficácia pós-contratual.....	107
2.3.4 Direito de venda conjunta forçada - <i>Drag along</i>	110
3 A ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA DE AÇÕES EM GARANTIA DE OPÇÃO DE VENDA (PUT OPTION): PROPOSTA DE UM NOVO MECANISMO DE LIQUIDEZ DE EFEITOS SIMILARES AO DRAG-ALONG	112

3.1 Dos aspectos gerais da alienação fiduciária em garantia:	112
3.2 Da Alienação fiduciária de ações em garantia de opção de compra de ações e sua similitude em efeitos a uma opção de venda conjunta forçada das ações (<i>drag along</i>)..	114
3.3 A alienação fiduciária de ações	117
3.3.1 <u>Localização topográfica do instituto na Lei das Sociedades Anônimas:</u>	117
3.3.2 <u>Do direito de voto das ações alienadas fiduciariamente</u>	118
3.3.3 <u>Dos dividendos das ações alienadas fiduciariamente</u>	120
3.3.4 <u>Da legitimidade ativa dos Fundos de Investimento em ações – Lei nº 4.728/65</u>	121
3.3.5 <u>Teoria da infungibilização das ações do bloco de controle</u>	124
CONCLUSÃO	129
REFERÊNCIAS	133

INTRODUÇÃO

Um ordenamento jurídico, para ser como tal considerado, pressupõe dois elementos fundamentais: unidade¹ e complexidade^{2 3}. A complexidade decorre da pluralidade de fontes normativas, enquanto a unidade advém da centralidade da Constituição, que “contém a tábua de valores que caracterizam a identidade cultural da sociedade” (TEPEDINO, G. (2009), p. 10).⁴

Diante a centralidade da Constituição como fator de unidade do ordenamento⁵, perde sentido a divisão acadêmica do direito em direito privado e direito público, na medida em que todos os ramos do direito (direito civil, direito societário, direito administrativo, direito tributário, direito penal, etc.) são funcionalizados para fins de promoção dos valores constitucionais.⁶

¹ Como destaca Claus-Wilhelm Canaris, “deve-se recordar de novo a característica principal da ideia da unidade, acima elaborada: a recondução da multiplicidade do singular a alguns poucos princípios constitutivos. Mas isso significa que, na descoberta do sistema teleológico, não se pode ficar pelas ‘decisões de conflitos’ e dos valores *singulares*, antes se devendo avançar até aos valores fundamentais mais profundos, portanto até aos princípios gerais duma ordem jurídica, trata-se, assim, de apurar, por detrás da lei e da *ratio legis*, a *ratio iuris* determinante. Pois só assim podem os valores singulares liberta-se do seu isolamento aparente e reconduzir-se à procurada conexão ‘orgânica’ e só assim se obtém aquele grau de generalização sobre o qual a unidade da ordem jurídica, no sentido acima caracterizado, se torna perceptível. O sistema deixa-se, assim, definir como uma ordem axiológica ou teleológica de princípios gerais de Direito, na qual o elemento de adequação valorativa se dirige mais à característica de ordem teleológica e o da unidade interna à característica dos princípios gerais. (CANARIS, C. W. *Pensamento Sistemático e Conceito de Sistema na Ciência do Direito*. 3. ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2002. p. 76-77).

² A respeito do tema, transcrevem-se as palavras de Pietro Perlingieri, segundo o qual: “O ordenamento jurídico não se exaure na complexidade da sua gênese legislativa e normativa; a complexidade do ordenamento é dada pelo impacto com o sistema sociocultural ao qual pertence, que não é aspecto factual desprovido de capacidade condicionante, mas é aspecto estrutural conformativo e adequador e, portanto, realmente conteudístico do *ius*. *Societas* é cultura, e esta vive no momento aplicativo, criativo do ordenamento do caso concreto, também mediante a cultura dos operadores do direito” (PERLINGIERI, *O Direito Civil na Legalidade Constitucional*, 2008, p. 195-196).

³ Neste sentido, Claus-Wilhelm Canaris observa: “[...] segue-se, daí, finalmente, que o sistema, como unidade de sentido, compartilha de uma ordem jurídica concreta no seu modo de ser, isto é, que tal como esta, não é estático, mas dinâmico, assumindo pois a estrutura da historicidade” (CANARIS, 2002, p. 108).

⁴ TEPEDINO, G. (2009). *Temas III*. Rio de Janeiro: Renovar. p. 10.

⁵ Segundo Claus-Wilhelm Canaris, “sendo o ordenamento, de acordo com sua derivação a partir da regra da justiça, de natureza valorativa, assim também o sistema a ele correspondente só pode ser uma ordenação axiológica ou teleológica – na qual, aqui, teleológico não é utilizado no sentido estrito da pura conexão de meios aos fins, mas sim no sentido mais lato de cada realização de escopos e de valores, portanto no sentido no qual a ‘jurisprudência das valorações’ é equiparada à jurisprudência ‘teleológica’” (CANARIS, 2002, p. 66-67).

⁶ “As relações entre princípios constitucionais e regras ordinárias estatais são, portanto, expressas não como relações entre *sistemas normativos*, mas como componentes do unitário ordenamento jurídico, ao qual o intérprete deve se sentir vinculado. Não se trata de uma complementaridade entre sistemas singulares, mas de uma coessentialidade estrutural que se resolve em uma integração completa: de forma que cada norma é norma de um mesmo e único sistema. Nem mesmo seria possível ter outra concepção anti-sistêmica tendente a romper a unidade do ordenamento ou a projetá-lo como um conjunto de microssistemas do mesmo nível ou em nível diverso. A multiplicidade das regras e dos princípios, o seu diverso grau de relevância normativa, a complexidade da sociedade não requerem um ordenamento jurídico com estrutura polissistêmica, em que as

Como ressalta Pietro Perlingieri, (2008, p. 144) “em uma sociedade como a atual, torna-se árduo, senão impossível, individuar um interesse privado que seja completamente autônomo, independente, isolado do interesse chamado público”⁷. O tema “mecanismos contratuais de liquidez nos acordos de acionistas” insere-se, assim, no vasto domínio do direito contratual, mas sua qualificação não pode prescindir da análise do ordenamento jurídico como um todo, em especial dos preceitos do Código Civil de 2002 e da Constituição Federal.

Como será demonstrado, ao mesmo tempo que esse tema levanta uma série de instigantes questões, ele carece de estudos doutrinários no direito brasileiro, o que, a toda evidência, representa um descompasso não condizente com a relevância do tema. Na prática, constata-se que praticamente todos os grandes investimentos nacionais são negociados em paralelo a um acordo de acionistas, do que decorre a importância do instituto, e, por conseguinte, a necessidade de produção doutrinária a respeito do tema.

Ressalte-se desde logo que o objetivo central desta dissertação não é elaborar um estudo exauriente sobre o contrato típico chamado de “acordo de acionistas” (art. 118, da Lei 6.404/76), mas sim debruçar-se especificamente sobre o tema “mecanismos contratuais de liquidez”, matéria usualmente tratada no bojo dos acordos de acionistas. Mecanismos de liquidez nada mais são do que mecanismos de saída do quadro societário de uma pessoa jurídica. A proposta dessa dissertação é, portanto, analisar e debater sobre alguns desses interessantes mecanismos.

A metodologia utilizada no desenvolvimento deste trabalho baseou-se em uma pesquisa de campo efetuada em mais de 40 acordos de acionistas celebrados por sócios de companhias de capital fechado, em sua maioria entre fundos de investimentos e os sócios fundadores das sociedades. No que concerne aos casos concretos analisados, a pesquisa baseou-se em pareceres jurídicos juntados a processos judiciais ou arbitrais que envolviam o tema.

disposições assumem significados segundo o sistema ou subsistema ao qual pertencem. As normas, ao contrário, assumem o seu significado na totalidade do ordenamento, vista como unidade, sem que a complexidade do ordenamento seja expressa em incomunicabilidades artificiais entre normas constitucionais e normas ordinárias. Isto, por outro lado, comportaria separações nítidas entre direito constitucional e direito civil, entre direito público e direito privado. A complexidade é também necessidade de elaboração de ordens diversas, que respondam a valores pertencentes ‘ao sistema global da cultura positiva’ e, portanto, à experiência ‘comum’ e aquela ‘cultura’. Essa complexidade é estritamente ligada ao sistema jurídico vigente” (PERLINGIERI, *O Direito Civil na Legalidade Constitucional*. Rio de Janeiro: Renovar. 2008, p. 209-210).

⁷ “[A]lém disso, o Estado algumas vezes se sujeita às mesmas regras previstas para os particulares, não somente na atividade econômica (pense-se na sociedade de participação estatal), mas também no exercício de funções consideradas habitualmente como típicas manifestações do poder público (por exemplo, para adquirir um terreno com objetivo de utilidade geral, o Estado pode tanto desapropriá-lo com um ato de autoridade, como adquiri-lo mediante contrato)” (PERLINGIERI, 2008, p. 144).

Vale esclarecer ainda que esta dissertação foi motivada por uma singela constatação: a de que o tema “mecanismos contratuais de liquidez nos acordos de acionistas” consubstancia uma zona fronteira, “esquecida” pela doutrina. Notou-se que, em regra, os comercialistas, ao escreverem sobre acordos de acionista, debruçam-se intensamente sobre os acordos de controle e de voto, mas não aprofundam o estudo sobre os “mecanismos de liquidez”, pois o consideram essencialmente contratual, consubstanciando assim temática mais afeta ao direito civil do que ao direito comercial; por sua vez, os civilistas, em regra, não escrevem absolutamente nada sobre o tema, pois o consideram um tema mais afeto ao direito comercial, do que ao direito civil. O presente estudo lança suas raízes nesse fértil e esquecido terreno, pois é nele que geralmente florescem os mais importantes e relevantes investimentos para o desenvolvimento nacional.

O desenvolvimento nacional, vale lembrar, consubstancia um dos objetivos constitucionais (art. 3º, II, da Constituição Federal), e servirá de norte interpretativo em diversas situações que serão apresentadas ao longo desta dissertação.

A razão determinante de se estipularem mecanismos de liquidez deriva do fato de que, sem eles, caso algum sócio deseje ou precise sair da companhia, o único e equivocado caminho, na hipótese de desavença entre as partes, seria o pedido judicial de dissolução parcial da sociedade. Embora o Superior Tribunal de Justiça venha acolhendo tais pedidos⁸, essa solução é desastrosa do ponto de vista econômico, na medida em que tais processos perduram por anos e, usualmente, há desavenças insolúveis em termos de valor da companhia, etc. Tais disputas, em regra, acabam por desestabilizar a companhia, levando-a, em último caso, à falência. Informe-se, desde logo, que o tema “dissolução parcial de sociedade”, embora em alguma medida ligado ao problema de liquidez, não será analisado nesta dissertação, haja vista que se trata de assunto complexo, e se demandaria um estudo específico para analisá-lo em profundidade. O tema central do presente trabalho é o estudo

⁸ **Processo:** REsp 788886 / SP RECURSO ESPECIAL 2005/0165148-7 **Relator(a)** Ministro SIDNEI BENETI (1137) **Órgão Julgador** T3 - TERCEIRA TURMA **Data do Julgamento** 5/12/2009 **Data da Publicação/Fonte** DJe 18/12/2009 **Ementa** SOCIEDADE COMERCIAL. SOCIEDADE POR COTAS DE RESPONSABILIDADE LIMITADA. DISSOLUÇÃO PARCIAL. APURAÇÃO DE HAVERES. LEGITIMIDADE PASSIVA. SOCIEDADE E SÓCIOS REMANESCENTES. LITISCONSÓRCIO PASSIVO NECESSÁRIO. PRECEDENTES. CASO CONCRETO. ESPECIFICIDADES. Conforme precedentes desta Corte, na generalidade dos casos, a retirada de sócio de sociedade por quotas de responsabilidade limitada dá-se pela ação de dissolução parcial, com apuração de haveres, para qual têm de ser citados não só os demais sócios, mas também a sociedade. (...) Recurso Especial improvido. EREsp 111294 / PR, EMBARGOS DE DIVERGÊNCIA EM RECURSO ESPECIAL, 2002/0100500-6 Relator(a) Ministro CASTRO FILHO (1119) Órgão Julgador S2 - SEGUNDA SEÇÃO, Data do Julgamento 28/06/2006, Data da Publicação/Fonte DJ 10/09/2007 p. 183; AgRg no Ag 1013095 / RJ AGRAVO REGIMENTAL NO AGRAVO DE INSTRUMENTO 2008/0029337-0 Relator(a) Ministro RAUL ARAÚJO (1143) Órgão Julgador T4 - QUARTA TURMA Data do Julgamento 22/06/2010 Data da Publicação/Fonte DJe 02/08/2010.”

dos mecanismos contratuais de liquidez, interpretados com base na análise funcional⁹ e promocional do direito.

A previsão de mecanismos de liquidez visa, assim, a evitar ações judiciais de dissolução parcial de sociedade, na medida em que os próprios sócios já preveriam, desde a largada, como se daria o desinvestimento societário.

A fase do desinvestimento, como se verá, é essencial para certos investidores, especialmente no caso de fundos de investimento, que estão submetidos a rígidos prazos para o desinvestimento. Entretanto não só os fundos de investimento precisam de liquidez; na verdade, todo aquele que investe seus recursos no capital social de uma sociedade deveria se preocupar com a eventualidade de precisar retirar-se do investimento. Ocorre que nem sempre o sócio que deseja sair do capital de uma sociedade consegue encontrar um comprador disposto a adquirir a sua participação. Essa situação mostra-se bastante usual em sociedades limitadas e anônimas de capital fechado.

Em regra, salvo nas hipóteses de direito de recesso, o sócio não pode se retirar de uma sociedade de responsabilidade limitada (LTDA. e S/A) a seu bel-prazer, levando consigo os recursos que aportou no capital social.¹⁰ O caráter repentino da saída de um sócio nessas condições, pode desestabilizar a saúde financeira da sociedade, gerando até uma situação de

⁹ Carlos Edison do Rêgo Monteiro, ao relacionar os paradigmas do direito civil contemporâneo, destaca a importância da “funcionalização dos institutos jurídicos à tábua axiológica da Constituição, com a submissão de todas as situações jurídicas subjetivas a controle de merecimento de tutela, com base no projeto constitucional” (MONTEIRO FILHO, C. E. Rumos cruzados do direito civil pós-1988 e do constitucionalismo de hoje. 2008, p. 265. In: TEPEDINO, G. *DIREITO CIVIL CONTEMPORÂNEO*: Novos problemas à luz da legalidade constitucional. São Paulo: Atlas S.A. 2008).

¹⁰ No mesmo sentido, José Edwaldo Tavares Borba, segundo o qual “na limitada, vinculam-se os sócios à própria duração da entidade, não lhes sendo permitido, segundo lhes aprouver, a apuração de seus haveres. O disposto no art. 1.029 (direito de retirada – sociedade simples) não se aplica subsidiariamente à sociedade limitada, a qual, nessa matéria, encontra-se regida por norma própria (art. 1.077)” (BORBA, 2015, p. 148-149). Ao adotar posicionamento mais flexível, Fábio Ulhoa Coelho entende que há dois tipos de vínculos entre os sócios, o estável e o instável: “a sociedade é de vínculo instável quando a declaração unilateral de vontade de um sócio basta, a qualquer tempo, para o seu desligamento mediante reembolso de capital, exceto se a sociedade é por prazo determinado. Já é de vínculo estável aquela em que o desligamento mediante reembolso de capital admite-se apenas em hipóteses excepcionais, especialmente indicadas na lei (nas quais o sócio pode exercer o seu direito de recesso ou de retirada), mesmo que a sociedade seja por prazo indeterminado. Pois bem, são sociedades empresárias de vínculo instável: a em nome coletivo e em comandita simples contratadas por prazo indeterminado (CC, art. 1.029, primeira parte); e são de vínculo estável: a em nome coletivo e em comandita simples contratadas por prazo determinado (CC, art. 1.029, *in fine*), e a anônima e em comandita por ações. Relativamente ao presente critério de classificação a sociedade limitada também assume uma feição híbrida, podendo ser de vínculo estável ou instável de acordo com a vontade dos sócios, isto é, segundo o disposto no contrato social. Se deste instrumento consta a LSA como fonte supletiva de regência da sociedade, o vínculo é estável; caso não haja menção nesse sentido no contrato social, ou se são indicadas como fonte supletiva de regência as normas da sociedade simples, o vínculo é instável” (COELHO, F. U. (2014). *Curso de Direito Comercial* (Vol. 2). São Paulo: Editora Saraiva. p. 49).

insolvência. Por tais razões, mostra-se fundamental que os sócios pactuem mecanismos de liquidez seguros e previsíveis, nos quais seja preservado o patrimônio social.

No que concerne à estrutura capitular desta dissertação, ela se divide em três partes. Na primeira, serão apresentadas algumas considerações gerais sobre acordos de acionistas, tais como definição, normas de regência, classificação e efeitos dos acordos em relação aos sócios. Ao final da primeira parte, serão feitas ainda algumas considerações sobre a evolução do conceito de ilicitude (ato ilícito em sentido estrito e abuso do direito), bem como sobre a noção de merecimento de tutela, encerrando-se com a análise das ilicitudes específicas em sede de acordos de acionistas.

Na segunda parte serão estudados os mecanismos de liquidez em espécie. De início será analisada a atuação dos fundos de investimento em participação acionária, e sua associação ao tema da função social dos contratos. Em seguida, será apresentado o conceito de mecanismos de liquidez. Após essas considerações introdutórias, serão analisados os mecanismos de liquidez em espécie. A exposição dos mecanismos de liquidez adotou o seguinte método: de início os mecanismos são apresentados conceitualmente, passando-se, em seguida, ao estudo de casos reais. Esses casos são, então, analisados tanto do ponto de vista estrutural quanto do ponto de vista funcional. A partir dessa dualidade interpretativa, serão demonstrados os equívocos que uma interpretação meramente estrutural pode gerar, e a necessidade de uma guinada no sentido de uma interpretação funcional e promocional do direito.

Finalmente, na terceira e última parte, será apresentada a proposta de um novo mecanismo de liquidez, o qual até onde se sabe, nunca foi aplicado na prática. Trata-se da estipulação de uma alienação fiduciária de ações em garantia de uma opção de venda. Tal mecanismo de liquidez foi originalmente pensado para ser utilizado paralelamente aos acordos de acionista celebrados por fundos de investimento, na medida em que este tipo de investidor precisa da segurança de que conseguirá promover o desinvestimento na época prevista em seus regulamentos. Como será visto, apesar da aparente complexidade, esse mecanismo de liquidez é dotado de uma operacionalização extremamente simples, sendo sua principal vantagem a possibilidade de execução extrajudicial.

1. ACORDO DE ACIONISTAS NO DIREITO BRASILEIRO

1.1 Definição e regência

O acordo de acionistas consubstancia um pacto celebrado entre acionistas de uma companhia, cujo objeto é reger o comportamento destes tanto perante a sociedade quanto entre si.

Segundo o art. 118 da Lei das Sociedades por Ação (Lei nº 6.404/76), os acordos de acionistas sobre a compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados¹¹ na sua sede.¹²

Como será analisado adiante, a doutrina costuma classificar os acordos de acionistas em três tipos: i) acordos de controle; ii) acordos de voto minoritário (ou defesa); e iii) acordos de bloqueio. Os acordos de controle e de voto minoritário enquadram-se na categoria dos contratos plurilaterais de organização. Já os acordos de bloqueio e os de liquidez, analisados mais à frente, podem ser inseridos dentro do conceito de contratos plurilaterais de permuta.¹³

¹¹ Sobre a imprescindibilidade de arquivamento para fins de obrigar a companhia, cite-se o seguinte precedente em que este ponto foi consignado: **Processo REsp 1102424 / SPRECURSO ESPECIAL2008/0132178-0 Relator(a) Ministro MASSAMI UYEDA (1129) Órgão Julgador T3 - TERCEIRA TURMA Data do Julgamento 18/08/2009 Data da Publicação/Fonte DJe 08/10/2009 Ementa [...] IX - Os acordos de acionistas sobre o poder de controle da sociedade anônima somente deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede (art. 118 da Lei n. 6.404/76).** (Grifo nosso).

¹² “O direito societário, para disciplinar os acordos de acionistas, distingue duas hipóteses. De um lado, trata dos acordos de acionistas que versam sobre determinados objetos (compra e venda de ações, preferência para as adquirir, exercício do direito de voto ou poder de controle) e se encontram revestidos de uma específica formalidade (arquivamento na sede da companhia), e, de outro, aqueles aos quais falta qualquer desses pressupostos. Os primeiros sujeitam-se à disciplina do art. 118 da LSA, ao passo que os últimos têm as suas obrigações resolvidas exclusivamente em perdas e danos. Em outros termos, o acordo de acionistas que tem por objeto a compra e venda de ações, preferência para as adquirir, exercício do direito de voto ou poder de controle (*pressuposto material*) e que se encontrem arquivados na companhia (*pressuposto formal*), por atenderem os requisitos do art. 118 da LSA, confere aos seus partícipes duas garantias não contempladas aos demais. As garantias liberadas pelo direito societário para esses acordos de acionistas são duas: a proibição de a companhia praticar atos contrários ao contratado pelas partes e a execução judicial específica das obrigações nele pactuadas” (COELHO, 2014, p. 347).

¹³ Segundo Tullio Ascarelli, “Os característicos que vimos enumerando puseram implicitamente, em evidência, constituir, o contrato plurilateral, considerado em sua função econômica, um contrato ‘de organização’ podendo desse ponto de vista contrapor-se aos contratos de permuta. Também examinamos dois tipos possíveis de organização, correspondentes, respectivamente, à sociedade e à associação. Esta diversidade corrobora a oportunidade de serem, os contratos plurilaterais, encarados como uma espécie particular no âmbito da categoria geral dos contratos; o contrato de sociedade constitui, por seu turno, a subespécie praticamente mais importante, mas não a única, dos contratos plurilaterais” (ASCARELLI, T. *Problemas das Sociedades Anônimas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969. p. 293). Adotamos, quanto a este aspecto, posicionamento ligeiramente diverso ao adotado por Tullio Ascarelli. Segundo o referido jurista, os contratos plurilaterais seriam contratos de organização, e não contratos de permuta. Entendemos que os contratos plurilaterais, do tipo acordo de acionistas, podem ser tanto de organização como de permuta. Embora formado por múltiplas partes, é possível vislumbrar relações de permuta no bojo da pluralateralidade, do que decorre a possibilidade de acordos de acionistas plurilaterais de permuta.

Seja qual for o tipo de acordo, a fonte substancial de regência dos acordos será sempre o direito das obrigações e a teoria geral dos contratos. Note-se, portanto, conforme destaca Modesto Carvalhosa (2011, p. 164) que, “embora a fonte formal seja a lei societária, a fonte substancial do acordo de acionistas, nas suas três categorias, está no Direito das Obrigações”.¹⁴ Os acordos de acionistas, especialmente os acordos sobre transferência de ações, regulam matérias eminentemente privadas, que interessam diretamente apenas aos sócios membros, embora a função social seja sempre um limite imanente a todo e qualquer contrato. No que concerne aos acordos de controle, contudo, embora a fonte predominante continue sendo o direito das obrigações, verifica-se forte ingerência de normas próprias do direito societário, na medida em que tais acordos integram a estrutura e a organização da própria sociedade.¹⁵

Partindo de evidências empíricas oriundas de múltiplas jurisdições ao redor do mundo, Ronald Charles Wolf destaca que a esmagadora maioria dos advogados e legislações considera o acordo de acionistas um contrato como qualquer outro, submetido à tradicional teoria do direito contratual.¹⁶ Em um passo além, o referido jurista ressalta que os acordos de acionistas gozam de todas as características de um contrato comum, e seria difícil imaginar outra teoria aplicável para entender a natureza desse documento.¹⁷ Como assevera Carvalhosa:

¹⁴ CARVALHOSA, M. (2011). *Acordo de Acionistas*. São Paulo: Saraiva. p. 164.

¹⁵ Carvalhosa entende que os acordos de controle não seriam meros contratos parassociais, mas sim verdadeiro órgão interno da companhia, haja vista sua influência nos destinos da sociedade: “A instituição do acordo de controle no direito societário brasileiro, nos termos introduzidos ao art. 118 pela Lei 10.303/01, subverte inteiramente a consagrada teoria continental da natureza parassocial dos acordos de acionistas no que respeita àquele que tem por objeto o exercício majoritário do comando da companhia. E, com efeito, o acordo de controle, tal como instituído em nosso direito, tem caráter social e não parassocial, na medida em que adentra a estrutura organizacional da companhia, no capítulo do seu direcionamento permanente. [...] Configura-se, em consequência, uma unidade jurídica entre o contrato da companhia e o acordo de acionistas e não uma complementaridade, diferentemente do que ocorre com os acordos de voto e os de bloqueio” (CARVALHOSA, 2011, p. 170).

¹⁶ “While complete consensus is unlikely when dealing with a multitude of jurisdictions, the overwhelming empirical evidence is that lawyers and legislatures consider the shareholders’ agreement to be primarily a contract, subject to normal contractual theory of right and obligations” (WOLF, R. C. (2014). *The Law and Practice of Shareholders’s Agreements in National and International Joint Ventures*. New York: Wolters Kluwer. 2014, p. 95). Tradução livre: Embora o completo consenso seja improvável quando se trata com um grande número de jurisdições, a esmagadora evidência empírica é no sentido de que os advogados e legisladores consideram o acordo de acionistas essencialmente um contrato, sujeito assim à teoria contratual normal das obrigações e direito.

¹⁷ “The shareholders’ agreements bears all characteristics of a contract and it is difficult to imagine what other theory could be applied to understand the nature of this document” (WOLF, 2014, p. 96). Tradução livre: Os acordos de acionistas contêm todas as características de um contrato, sendo difícil conceber que outra teoria poderia ser aplicada para compreender a natureza deste documento.

Já nos países de direito continental, a doutrina localiza o negócio do acordo na esfera privada do acionista, apontando que, no acordo de voto, qualquer que seja a repercussão de tal avença sobre a vida social, a determinação do sentido lhe é estranha ao direito societário. Assim, esse ato gerador de obrigações está fora do direito das sociedades anônimas, relacionando-se com o direito das obrigações. Em vista disso, a doutrina continental conclui que os acordos relativos ao exercício do direito de voto são de natureza puramente contratual, repousando sobre princípios do Direito Civil (CARVALHOSA, 2011, p. 163).

Carvalhosa observa, contudo, que embora os acordos de voto – de controle e de voto minoritário – sejam regidos prioritariamente pelo *direito das obrigações*, tendo em vista a influência deles na estrutura de organização da companhia, o exame de licitude de tais acordos deverá ser aferido tanto em face do *direito societário* quanto do *direito das obrigações*. Por sua vez, a aferição de licitude dos acordos de compra e venda, de preferência, ou de opção deve ser feita tendo como base, em regra, apenas o *direito das obrigações*, haja vista a natureza eminentemente contratual das matérias aí tratadas (CARVALHOSA, 2011, p. 167).

Note-se ainda que, nada obstante o modelo típico¹⁸ dos acordos de acionistas esteja previsto em legislação específica (art. 118, da Lei 6.404/76), pode-se afirmar que, com a unificação do direito privado, todos os contratos, inclusive os acordos de acionistas, passam a ser regulados, nos seus aspectos gerais, pelos preceitos do Código Civil.

Vale ressaltar, contudo, que mesmo antes da unificação operada pelo novo Código Civil de 2002, os acordos de acionistas já eram qualificados como contratos civis, e não como contratos comerciais¹⁹.

¹⁸ Não será aprofundada aqui a ideia de superação da bipartição entre contrato geral e contratos em espécie analisada por Pietro Perlingieri, segundo o qual: “A subsunção do contrato concreto na disciplina do contrato (singular ou em espécie) acaba por tornar difícil, se não mesmo excluir, a aplicabilidade àquela *fattispecie* concreta de uma série de regras e princípios presentes no contrato em geral ou ainda no ordenamento jurídico (compreendido como sistema unitário ao qual cada contrato concreto não se pode eximir). Esse risco, advertido por muitos, é fruto do método meramente dedutivo da subsunção silogística, baseada na distinção entre *fattispecie* abstrata e *fattispecie* concreta. [...] todos os contratos, ainda que não pertençam aos tipos que tem uma disciplina especial [a referência é a todos os tipos normativos, encontrados inclusive nas leis especiais] são submetidos às normas gerais contidas neste título. [...] Sob este perfil, o estudo dos contratos lamenta também a separação nítida entre disciplina do contrato (geral ou em espécie) e disciplina das obrigações ou, melhor, das situações patrimoniais. É um erro de enfoque devido a um excessivo estudo de setor feito de maneira atomista” (PERLINGIERI, 2008, p. 365-366).

¹⁹ Nesse sentido, vale transcrever as clássicas palavras de Celso de Albuquerque Barreto: “Embora sejam os contratos comerciais regulados pelas disposições da lei civil (art. 121, Código Comercial) com as modificações e restrições do Código Comercial, faz-se necessário indagar se as convenções de voto configuram contrato civil ou comercial. Sendo os acordos de acionistas pactos celebrados entre pessoas físicas ou jurídicas, que não são necessariamente comerciantes, para regular direitos e obrigações dos mesmos com relação ao funcionamento do ente jurídico do qual são acionistas afigura-se-nos preponderante o caráter civil dessas relações, que devem submeter-se, assim, às normas comuns, inscritas no Código Civil, quanto aos requisitos de validade e eficácia do negócio jurídico consubstanciado no acordo de acionistas. A sociedade é mercantil e se rege pelas leis e usos do

Fábio Konder Comparato, em estudo específico sobre a interpretação dos acordos de acionistas, anterior ao novo Código Civil, assevera que “a validade de tais negócios era, então, como ainda é hoje, submetida às normas comuns do Direito Privado, a par das regras gerais do Direito Societário” (COMPARATO, 1979).²⁰

No mesmo sentido, cabe mencionar ainda Celso Barbi Filho, o qual igualmente defende a ideia de que os vínculos contratuais entre acionistas, convencionados através de acordo de acionistas, são regidos pelo direito civil, “prevalecendo sua natureza civil e sua regulamentação pelas normas aplicáveis aos contratos em geral” (BARBI FILHO, 1993, p. 67).²¹

Mais recentemente, Eduardo Augusto Franklin Rocha, em sua dissertação sobre os acordos de quotistas nas sociedades limitadas, também ressalta que com a unificação do Direito Privado, operada pelo advento do novo Código Civil, todos os acordos entre sócios estão submetidos às normas do direito privado, em especial às normas do direito das obrigações (ROCHA, 2011, p. 41).²²

Assim sendo, e tendo em vista que o foco central deste trabalho consiste na análise funcional e promocional dos mecanismos de liquidez previstos nos acordos de acionistas, ou seja, refere-se a acordos relativos à transferência de ações, as questões e os problemas apresentados serão analisados, a um só tempo, pelos preceitos do Código Civil, e, nos seus aspectos axiológicos, pelas normas da Constituição Federal, base de unidade e coerência da complexidade normativa do ordenamento jurídico.²³

comércio (art. 2º, §1º, da Lei 6.404/76), mas os vínculos contratuais entre seus acionistas, convencionados através de acordo de acionistas, não se classificam, necessariamente, como contratos comerciais, preponderando, a nosso ver, para seu disciplinamento as normas gerais inscritas no Código Civil, aplicáveis aos contratos em geral (BARRETO, C, 1982, *Acordo de Acionistas*. Rio de Janeiro: Forense. p. 37-38).

²⁰ COMPARATO, F. K. (1979). Acordo de Acionistas e Interpretação do art. 118 da Lei das S/A. *Revista dos Tribunais*, v. 52 7.

²¹ BARBI FILHO, C. (1993). *Acordo de Acionistas*. Belo Horizonte: Del Rey. p. 67.

²² ROCHA, E. (2011). *Acordo de Quotistas nas Sociedades Limitadas*. Rio de Janeiro: Arraes. p. 41.

²³ Como pontua Carlos Edison do Rêgo Monteiro, “[...] após toda essa longa caminhada, não há maiores dificuldades em se constatar, hoje, a existência de um conjunto de fatores decorrentes da influência do texto constitucional de 1988 e de suas potencialidades práticas e interpretativas que, reunidos, tomaram a designação de “Direito Civil-Constitucional”. Sem necessidade de digressões outras, é para este rumo que caminha e que se vem desenvolvendo o direito civil pós-88” (MONTEIRO Filho, 2008, p. 265).

1.2 Classificação dos acordos de acionistas

Verifica-se, doutrinariamente, ausência de uniformidade classificatória a respeito dos tipos de acordos de acionistas. Nada obstante, é possível constatar certos elementos comuns nas diversas classificações, sendo o seu conhecimento útil para delimitar os problemas que serão apresentados ao longo deste estudo.

Autores clássicos, como Celso de Albuquerque Barreto, lançaram as bases da classificação dos acordos de acionistas, subdividindo-os em três objetos principais: acordos de bloqueio, acordos de comando e acordos de defesa.

Segundo Barreto (1982, p. 57), os **acordos de bloqueio** teriam, em síntese, o objetivo de “assegurar a estabilidade ou solidez ao pacto através das cláusulas de opção ou preferência em favor dos participantes para aquisição das ações do que desejar retirar-se da sociedade”.²⁴ Os **acordos de comando**, por sua vez, consistiriam em pactos entre sócios que isoladamente não detêm o poder de controle, mas, quando unidos em acordo, adquirem a participação societária necessária para o exercício de tal poder. Por fim, os **acordos de defesa** teriam por objetivo aumentar a influência de sócios minoritários nos destinos sociais, através de uma atuação unificada que lhes assegure defender certas prerrogativas, tais como o direito de eleger um membro no conselho de administração, requerer voto múltiplo (art.141 da Lei 6.404/76), votação em separado (art. 141, §4º, da Lei 6.404/76), direitos de informação (art. 157, §1º, e art. 163, §6º, da Lei 6.404/76), direito de propor ação de responsabilidade civil como substituto processual da companhia (art. 159, §4º, e art. 246, §1º, “a”, da Lei 6.4076/76), direito de requerer conselho fiscal (art. 161, §2º, da Lei 6.404/76), etc.

Modesto Carvalhosa, por sua vez, classifica os acordos em três tipos, quais sejam, acordos de **controle**, acordos de **voto minoritário** e **acordos de bloqueio**. Em essência, esta classificação aproxima-se bastante da idealizada por Celso de Albuquerque Barreto, havendo mera substituição de nomenclatura. Em vez de acordo de comando, Carvalhosa usa o termo acordo de controle; e, em lugar de acordo de defesa, utiliza-se acordo de voto minoritário.

Celso Barbi Filho (1993, p. 103) adota postura mais simplificada, e divide o objeto dos acordos em dois tipos: **acordos de voto** e **acordos de bloqueio**. Dentro dos acordos de voto estariam os acordos de comando (ou controle) e de defesa (ou de voto minoritário). Igual classificação é adotada por Marcelo Bertoldi (2006, p. 76).²⁵ O grande mérito dessa classificação consiste em unificar, dentro do grupo “acordo de voto”, as subespécies ‘acordos

²⁴ BARRETO, C. *Acordo de Acionistas*. Rio de Janeiro: Forense. 1982, p. 57.

²⁵ BERTOLDI, M. (2006). *Acordo de Acionistas*. São Paulo: *Revista dos Tribunais*.

de controle' e 'acordos de defesa', na medida em que ambos decorrem de um alinhamento dos "votos" de certos grupos. Como destaca José Edwaldo Tavares Borba:

Assim, e pelo que se pode entender, a referência ao 'poder de controle' nada adiciona, posto que não poderia ter o efeito de permitir um acordo de acionistas sobre o próprio poder de controle em si mesmo. O controle resulta do voto, o qual se acha essencialmente vinculado à condição de acionista. Não se transfere o controle sem transferir as ações, e não se pactua sobre o poder de controle sem pactuar sobre o direito de voto, tanto que o controle (art. 116, a) encontra o seu fundamento na titularidade dos 'direito de sócio', que asseguram 'a maioria dos votos'. (BORBA, 2015, p. 350).²⁶

Embora a classificação adotada por Celso Barbi Filho e Marcelo Bertoldi seja mais simples, pois unifica, dentro do tipo acordo de voto, as subespécies acordos de controle e acordos de defesa, verifica-se que o conceito de acordo de bloqueio padece de incompletude conceitual, uma vez que não abrange toda a riqueza de situações usualmente nele incluídas.

No conceito de acordo de bloqueio, costumam-se inserir situações impróprias, como opções de venda de ações (*put option*), opções de oferta conjunta forçada de ações (*drag-along*) etc., as quais nem sempre visam estabilizar o grupo de controle, mas, muito ao contrário, visam conferir liquidez aos sócios. Celso Barbi Filho chegou a identificar esse problema classificatório, pontuando o fato de que:

[...] o acordo de opção é uma modalidade de convenção de bloqueio imprópria. Com efeito, não se opera através dele propriamente um 'bloqueio', assim entendido como o ajuste de condicionamento à circulação das ações, mas sim autêntica sujeição do eventual alienante ao opcional adquirente (BARBI FILHO, 1993, p. 120).

Tipificar, portanto, esses acordos como acordos de bloqueio pode acarretar confusão interpretativa, razão pela qual se defende o aperfeiçoamento de tal classificação.

Propõe-se, então, a divisão dos acordos em dois grandes tipos: **acordos de voto** e **acordos de transferência de ações**. Os acordos de voto dividir-se-iam em acordos de controle e acordos de defesa. Já os acordos de transferência de ações englobariam os acordos de bloqueio e os acordos de liquidez, sendo estes últimos o foco desta dissertação.

Alerta-se, contudo, para o fato de que essas divisões não são estanques, como poderia à primeira vista aparentar. Ao contrário, mostra-se usual que os acordos prevejam normas de controle aliadas a mecanismos de liquidez, ou que acordos de controle sejam ao mesmo tempo

²⁶ BORBA, J. T. (2015). *Direito Societário*. São Paulo: Atlas. p. 350.

acordos de bloqueio, sendo possível uma miríade de combinações a serem determinadas pelas necessidades do caso concreto.²⁷

A importância das classificações ora apresentadas não é meramente acadêmica. A relevância de verificar a natureza do acordo, no caso concreto, reside na busca da finalidade visada pelas partes pactuantes, e, a partir desta finalidade, interpretar suas cláusulas de forma funcional, de modo que a intenção consignada pelos acordantes no contrato prevaleça sobre a estrutura formalmente apresentada, e os objetivos projetados pelo ordenamento jurídico sejam alcançados.

²⁷ Como ressalta Canaris, o “[...] processo de ‘determinação da essência’[de determinado fenômeno jurídico] não é, por assim dizer, um processo de sentido único, pelo qual o objeto seja, primeiro, totalmente desconhecido e, depois, de repente, através da ordenação sistemática, se tornasse compreensível. Existe, antes, um efeito mútuo entre o conhecimento do objeto em causa e a sua qualificação sistemática. [...] além disso – o que é ainda mais importante – só a ordenação sistemática permite entender a norma questionada *não apenas como fenômeno isolado, mas como parte de um todo*. [...] Existe, portanto, um *processo dialético de esclarecimento duplo*. Não se pode negar que, desse modo, não ameace o perigo de um círculo fechado; no entanto, trata-se apenas de um caso especial do círculo entre o geral e o especial, também bem conhecido na Hermenêutica; ele é próprio de todas as ciências do espírito e nunca se deixa excluir de antemão” (CANARIS, 2002, p. 155-156).(Grifo do autor).

1.3 Efeitos do acordo em relação às partes: acordos plurilaterais, bilaterais e unilaterais.

Em função do vínculo decorrente das obrigações, os contratos podem ser classificados em unilaterais, bilaterais e plurilaterais. Os acordos de acionistas, por ostentarem a condição de contratos, também podem ser diferenciados, em função das obrigações que dele decorrem, em: acordos de acionistas unilaterais; acordos de acionistas bilaterais e acordos de acionistas plurilaterais²⁸.

Um acordo de acionistas será unilateral na hipótese em que sejam estipuladas obrigações para apenas uma das partes. A unilateralidade contratual consubstancia categoria clássica da teoria contratual, tendo como principais exemplos a doação e o comodato, hipóteses em que apenas uma das partes da relação contrai obrigações, enquanto a outra apenas adquire direitos.²⁹

A principal relevância em classificar um acordo de acionistas como unilateral consiste em alijar certas normas do Código Civil, tais como a exceção do contrato não cumprido (*exceptio non adimpleti contractus*) e a condição resolutiva tácita.

Consoante o dispositivo do Código Civil que preceitua o instituto da *exceção do contrato não cumprido* (art. 476 do Código Civil), nos contratos bilaterais nenhum dos contratantes, antes de cumprida a sua obrigação, pode exigir o implemento da do outro. Assim sendo, caso haja previsão de obrigações apenas para uma das partes do acordo de acionistas, esta não poderá invocar a regra do art. 476 para se eximir de suas obrigações contratuais.

²⁸ A respeito do tema, Carvalhosa posiciona-se no sentido de que “o acordo de controle ou o de voto minoritário serão sempre um contrato plurilateral, sendo que a eventual bilateralidade e unilateralidade não são prevalecentes, existindo incidentalmente conforme estejam colocados os interesses dos acionistas no respectivo contrato. Ademais, sendo o acordo de acionistas adequado para disciplinar diversos conteúdos – patrimoniais e de voto – e vários interesses – de preferência e de opção, de voto dos minoritários e do exercício do controle – a natureza contratual, quanto à caracterização desses mesmos interesses, há de se amoldar às posições e objetivos das partes, em cada negócio jurídico. Será **plurilateral** quando versar sobre o voto de controle ou de minoritários. Será **unilateral** o pré-contrato quando tiver por objeto a preferência na aquisição das ações ou a opção em adquiri-las. Será **bilateral** o contrato que resultar do exercício daqueles direitos pré-contratados” (CARVALHOSA, 2011, p. 184;185). (Grifo nosso).

²⁹ “Encarados do ângulo de seus efeitos, subdividem-se em bilaterais e unilaterais, conforme gerem obrigações para ambos os contratantes ou para um deles somente. Não se pode confundir, portanto, a bilateralidade como elemento constitutivo (bilateralidade de manifestação de vontade) com a bilateralidade das consequências produzidas. O receio de perturbar as noções leva mesmo alguns juristas a repudiarem a ideia de contrato unilateral. Outros evitam o emprego dos adjetivos bilateral e unilateral, preferindo mencionar a categoria dos contratos com prestações correspectivas e a outra dos contratos com prestação a cargo de uma só parte, atitude que deliberadamente e pela mesma razão, adotou o novo Código Civil Italiano. Feitas estas observações, define-se como unilateral o contrato que cria obrigações para um só dos contratantes; bilateral, aquele que as origina para ambos. No contrato unilateral, há um credor e um devedor; no bilateral, cada uma das partes é credora e reciprocamente devedora da outra” (PEREIRA, *Instituições de Direito Civil*, 2003, (Vol. III). Rio de Janeiro: Forense. p. 66).

Da mesma forma, inaplicável se mostra a cláusula resolutiva tácita aos acordos de acionistas unilaterais. Orlando Gomes (1999, p. 72) destaca que nos contratos bilaterais, “a obrigação de um dos contraentes é a razão de ser da obrigação do outro. [...] se uma obrigação deixa de ser cumprida, a obrigação correlata perde-se”.³⁰ Em função disso, opera-se a resolução tácita da relação contratual, que em todo caso demanda interpelação judicial (art. 474, do Código Civil). Todavia, diante da ausência de bilateralidade em acordos de acionistas unilaterais, a cláusula resolutiva tácita mostra-se inaplicável.

Exemplo usual de acordo de acionistas unilateral seria aquele em que um acionista altera a sua posição de controlador para minoritário, alienando parte de suas ações para um terceiro e, concomitantemente com essa alienação, celebra um acordo de acionistas com este terceiro (novo controlador), que por sua vez se obriga a eleger o antigo controlador para certo cargo no conselho de administração ou na diretoria. Veja-se que, neste caso, está-se diante de um acordo de acionistas unilateral, uma vez que, pelo pacto celebrado, apenas o novo controlador contrai obrigações.

De outro lado, uma vez verificado o sinalagma contratual, estar-se-á diante de um acordo de acionistas bilateral. Nessa hipótese, uma vez que há obrigações para ambas as partes do acordo, afiguram-se plenamente aplicáveis tanto a exceção do contrato não cumprido (art. 478 do Código Civil) quanto a cláusula resolutiva tácita (art. 474 do Código Civil). Exemplo de acordo de acionistas bilateral seria aquele travado entre alguns acionistas minoritários e os acionistas que compõem o bloco de controle, no qual os minoritários se comprometem a votar nas pessoas indicadas pelo bloco de controle para o conselho de administração, em troca de o bloco de controle votar a favor de uma política mais generosa de distribuição de dividendos. Evita-se, dessa forma, que outros minoritários consigam atingir o *quorum* necessário para eleger conselheiros hostis (art. 141 da Lei 6.404/76). Verificam-se, nesses casos, prestações recíprocas de interesses contrapostos.³¹

Por fim, há ainda os acordos de acionistas de natureza plurilateral. O elemento nodal distintivo dos contratos plurilaterais, em face dos contratos bilaterais, encontra-se no fato de que, enquanto nestes últimos os interesses são antagônicos, nos plurilaterais todos os

³⁰ GOMES, O. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 1999. p. 72

³¹ Modesto Carvalhosa, ao discorrer sobre as “eventuais cláusulas bilaterais nos acordos de controle e de voto minoritário”, assevera que “considerar-se-á **bilateral** a cláusula eventualmente inserida no acordo de controle ou de voto minoritário, se houver dois centros de interesses e obrigações contrastantes, complementares e correspectivos. Essa bilateralidade da obrigação contratual caracteriza-se pelo sinalagma, sendo a obrigação de uma parte a **causa** da obrigação da outra” (CARVALHOSA, 2011, p. 189-190). (Grifo nosso).

contratantes buscam uma finalidade comum.³² Coube a Túlio Ascarelli o mais profícuo estudo a respeito dos contratos plurilaterais.

Se quisermos ser indulgentes para com o uso recente de imagens geométricas na ilustração de fenômenos jurídicos, poderíamos dizer que, no contrato de sociedade e nos contratos plurilaterais em geral, as partes se acham como dispostas em círculo; nos demais contratos, ao contrário, cada uma das (duas) partes se acha num dos extremos de uma linha (ASCARELLI, 1969, p. 268).

Nos contratos plurilaterais, o benefício de uma parte implica benefício para todas as partes; nisto se diferenciam dos contratos bilaterais, nos quais os benefícios se cruzam de forma recíproca. Como ressalta Ascarelli (1969, p. 277): “Nos contratos bilaterais, as prestações de cada parte se apresentam numa relação jurídica de equivalência, substituindo-se reciprocamente, no patrimônio de cada uma”. Situação diversa ocorre nos contratos plurilaterais, nos quais, ainda segundo Ascarelli (1969, p. 277), “[...] as prestações de cada parte não se apresentam, consideradas isoladamente, numa relação de equivalência; essa relação existe, porém, entre as obrigações e os direitos de cada parte e as de todas as demais”. Essa noção de equivalência, fruto da engenhosidade de Ascarelli, mostra-se fundamental para a correta compreensão do conceito de contrato plurilateral, uma vez que devem ser levados em conta, de forma global, as obrigações e direitos de cada parte, considerando, assim, todas as demais partes da relação (ASCARELLI, 1969, p. 277).

Exemplo de acordo de acionistas plurilateral seria aquele em que os signatários do acordo obrigam-se a aportar capital na sociedade em função de um cronograma de desembolso previamente estipulado. Observe-se que, nesse caso, o objetivo perseguido pelas partes consiste em prover a companhia dos recursos necessários para a implementação de

³² Embora a maioria da doutrina considere a finalidade ou o objetivo comum o elemento nodal dos contratos plurilaterais (ASCARELLI, 1969, p. 271); (BARRETO, 1982, p. 39); (BARBI FILHO, 1993, p. 71); (BERTOLDI, 2006, p. 45-46); (ROCHA, 2011, p. 45), Modesto Carvalhosa informa que “Dohm incorpora elementos de bilateralidade nos acordos de voto, atribuindo-lhes, no entanto, a natureza de negócios plurilaterais. Entende o autor que a plurilateralidade implica a existência, sempre, de partes diversas, que poderão ter **objetivos diversos ou comuns**. Na primeira hipótese (objetivos diversos), Dohm lembra que ‘a noção de convenção plurilateral de voto pressupõe que os acionistas visem a alcançar um fim comum. Pode ser que, efetivamente, tenham interesses divergentes e que não possam realizá-los senão através de uma convenção de voto’. E cita como exemplo: (A) deseja fazer-se nomear administrador; (B) interessa-se fundamentalmente, por um aumento de dividendos. Assim, convencionam com (A) votar para a eleição deste, e (A) obriga-se, em contrapartida, perante (B), a votar por um aumento de dividendos. Em seguida, o autor retorna à análise da característica própria do contrato plurilateral, ou seja, a da união de acionistas visando à obtenção de um objetivo comum” (CARVALHOSA, 2011, p. 182). (Grifo nosso).

determinado projeto³³, que, se bem-sucedido, trará benefícios para todos os acionistas. Logo, note-se, todas as partes do acordo têm por objetivo o mesmo fim.³⁴

Deve-se destacar ainda que nos acordos de acionistas plurilaterais, à semelhança do que ocorre nos acordos unilaterais, mostram-se inaplicáveis tanto a regra da exceção do contrato não cumprido quanto a cláusula resolutiva tácita.³⁵ Como assinala Barbi Filho (1993, p. 72), “cada signatário contraiu seu compromisso frente a todos, e não pode ser liberado de sua obrigação porque um dos demais haja faltado com a sua”. Marcelo Bertoldi (2006, p. 47), por sua vez, assevera que: “as vicissitudes ocorridas com qualquer das partes que por ventura possam influenciar no adimplemento do contrato, em princípio, não terão o condão de invalidar o acordo”. O autor dá como exemplo o caso em que um dos múltiplos polos do acordo padeça de incapacidade. Este fato, em virtude da pluralidade do pacto, não vai ensejar a nulidade ou a anulabilidade do acordo. Como afirma Bertoldi (2006, p. 47), “[...] somente em relação àquela parte o contrato deixará de surtir os efeitos pretendidos, restando plenamente válido quanto aos demais signatários”. A respeito do tema, Tullio Ascarelli afirma que:

Essa regra corresponde, em substância, ao que se costuma chamar de ‘princípio da conservação’ dos contratos e à oportunidade de não estender, além do necessário, as consequências da nulidade ou da anulação de uma das manifestações de vontade. [...] É evidente que essa regra assenta justamente na pluralidade dos contraentes; tal pluralidade torna possível a permanência do contrato, não obstante a anulação ou a nulidade de uma das adesões, desde que continue possível a consecução do objetivo contratual (ASCARELLI, 1969, p. 286).

³³ A respeito da função dos contratos plurilaterais, Ascarelli assevera: “Com efeito, a função do contrato plurilateral não termina quando executadas as obrigações das partes (como acontece, ao contrário, nos demais contratos); a execução das obrigações das partes constitui a premissa para uma atividade ulterior; a realização desta constitui a finalidade do contrato; este consiste, em substância, na organização de várias partes em relação ao desenvolvimento de uma atividade ulterior. [...] Eis porque, em tais contratos, devemos preocupar-nos com o objetivo ou fim do contrato e com a possibilidade e com a legitimidade deste objetivo” (ASCARELLI, 1969, p. 272-273).

³⁴ Como enuncia Ascarelli: “O conceito de ‘fim ou de escopo’ adquire assim, nos contratos plurilaterais, a sua autonomia. Nos demais contratos, ‘o fim ou escopo’ do contrato, quando entendido em sentido genérico, identifica-se com a função típica do próprio contrato (por exemplo, troca de uma coisa por preço); permanece, em princípio, no campo dos motivos, quando entendido em relação a uma atividade ulterior das partes, para cuja realização seja concluído o contrato. Nos contratos plurilaterais, ao contrário, o escopo, em sua precisa configuração em cada caso concreto (por exemplo, constituição de uma sociedade para compra e venda de livros), é justamente relevante. Constitui o elemento ‘comum’, ‘unificador’ das várias adesões, e concorre para determinar o alcance dos direitos e dos deveres das partes” (ASCARELLI, 1969, p. 272).

³⁵ A respeito da inaplicabilidade da *exceptio inadimpleti contractus*, Tullio Ascarelli destaca que “[...] o inadimplemento de um entre muitos participantes do contrato plurilateral não autoriza, de per si, os outros sócios a não executar a sua prestação, caso continue possível a consecução do objeto social; seria, porém, obviamente ilícito pedir o adimplemento de um entre os sócios sem pedir simultaneamente (também judicialmente) o dos demais” (ASCARELLI, 1969, p. 289).

O Tribunal de Justiça de São Paulo já adotou esse posicionamento³⁶, ao declarar que a invalidade de um dos polos da relação plurilateral do acordo de acionistas não invalida o acordo em si, limitando a invalidade ao polo maculado.

Tullio Ascarelli, contudo, ao discorrer a respeito da relação sinalagmática, distingue o “sinalagma direto” do “sinalagma indireto”³⁷, e aventava uma hipótese em que o descumprimento contratual por um dos polos da plurilateralidade poderia levar à invalidade da própria relação plurilateral. Seria o caso em que a inexecução dos compromissos de um dos polos do contrato torne o objetivo comum inviável: “[...] a invalidade ou inexecução das obrigações de uma parte não exclui, só por si, a permanência do contrato entre as demais, a não ser quando torne impossível a consecução do objetivo comum” (ASCARELLI, 1969, p. 290).

Estabelecidas essas considerações gerais sobre plurilateralidade, bilateralidade e unilateralidade dos efeitos obrigacionais decorrentes dos acordos de acionistas, cabe salientar que os acordos de liquidez, que consubstanciam o foco desta dissertação, serão prioritariamente unilaterais ou bilaterais.

Note-se que, enquanto os acordos de voto são essencialmente plurilaterais, na medida em que os convenientes visam a um objetivo comum, nos acordos de liquidez, os sócios buscam tutelar seus interesses particulares, no caso, uma forma de saída da sociedade de que são sócios.

Ressalte-se, contudo, que raramente se verificam na prática acordos de acionistas puramente plurilaterais, ou puramente bilaterais ou puramente unilaterais. Normalmente,

³⁶ **ATO JURÍDICO – Acordo de acionistas** – Pretendida *invalidade* porque firmado por *inventariante* após o trânsito em julgado da partilha das ações - Nulidade tão-somente da participação das herdeiras não signatárias, mantidos os termos da avença em relação ao então *inventariante* - Inteligência do artigo 153 do Código Civil - Parte válida que, separada da *invalidade*, não desnatura a vontade livremente manifestada pelos demais pactuantes - Não comprovação de que uma das partes não teria contratado, se o negócio não pudesse valer na sua totalidade - Aplicação do princípio da vontade hipotética ou conjectural das partes - Decisão mantida - Recurso improvido. "A regra da incomunicabilidade da nulidade atende ao princípio da conservação do negócio *jurídico*, só afastável, a fim de contaminar o contrato, se demonstrada uma nulidade essencial que, se conhecida, não permitiria a consumação." Apelação Cível n 0068262-47.1996.8.26.0000 Apelação Com Revisão, **Relator:** Francisco de Assis V. Pereira, **Órgão julgador:** 2ª Câmara de Direito Privado; **Data de registro:** 27/03/1998. (Grifos nossos).

³⁷ “As considerações que vimos desenvolvendo explicam por que certa corrente doutrinária afirma a inexistência, no contrato plurilateral, de uma relação sinalagmática entre os compromissos das várias partes. Nos contratos bilaterais, podemos identificar uma relação sinalagmática, enquanto a obrigação de uma das partes dependa da existência de uma obrigação válida da parte contrária ou enquanto a inexecução da obrigação de uma das partes autorize a não execução da obrigação da parte contrária. Ora, nos contratos plurilaterais, essa relação, em lugar de ter um caráter direto e imediato, como nos contratos de permuta, adquire um caráter indireto e mediato” (ASCARELLI, 1969, p. 290).

opera-se uma miscelânea, onde algumas cláusulas têm natureza plurilateral, enquanto outras são claramente bilaterais e unilaterais.

Como já visto, os acordos de bloqueio³⁸ não se confundem com os acordos de liquidez. Embora ambos consubstanciem acordos sobre transferência de ações, o primeiro visa dificultar a circulação das ações, enquanto o segundo visa facilitar a sua circulação.

Imagine-se o caso em que duas pessoas resolvem iniciar um novo empreendimento. Mesmo que o seu objetivo seja continuar no negócio por muitos anos, mostra-se recomendável que elas estipulem, em acordo de acionistas, mecanismos de liquidez, para a eventualidade de se desentenderem. Se os direitos forem recíprocos, estar-se-á diante de um acordo de acionistas bilateral.

Cenário diverso é o dos fundos de investimento em participação acionária. Esses fundos, como será visto mais à frente, estão sujeitos a rígidos prazos de investimento e desinvestimento e, por isso, precisam de um instrumento eficiente de liquidez. Normalmente esse instrumento consiste na celebração de um acordo de acionistas com o controlador da investida, para que este lhes garanta a liquidez necessária para o investimento, a fim de que o fundo consiga, no tempo certo, sair da companhia, e retornar o capital aos seus cotistas. Neste caso, poderá ser estabelecido um acordo de liquidez unilateral, hipótese em que apenas o fundo de investimento teria o direito de se valer dos mecanismos de liquidez perante o controlador.

Compreendidas as noções de unilateralidade, bilateralidade e plurilateralidade, conclui-se que a interpretação dos acordos de acionistas dependerá dos efeitos obrigacionais consignados nas cláusulas do pacto. Considerando-se a variabilidade dos arranjos contratuais possíveis, a análise adequada somente poderá ser feita no caso concreto³⁹, e dela poderá decorrer, como analisado, o afastamento de algumas regras gerais dos contratos, como a exceção do contrato não cumprido e a cláusula resolutiva tácita.

³⁸ Carvalhosa, ao analisar os acordos de bloqueio, destaca que sua natureza “é diversa daqueles de controle e de voto minoritário, pois nele prepondera a unilateralidade das relações negociais” (CARVALHOSA, 2011, p. 273).

³⁹ “[A] qualificação do fato concreto não é um depois, mas é, juntamente com a norma de referência que se individualiza como adequada a ele, aspecto constante e não eliminável do fenômeno normativo” (PERLINGIERI, 2008, p. 203-204).

1.4 Ilicitude nos Acordos de acionistas

1.4.1 Da ilicitude – atos ilícitos e abusivos – aos atos não merecedores de tutela.

A análise de validade das disposições previstas em um acordo de acionistas consubstancia um dos aspectos legais mais relevantes para os aplicadores do direito, na medida em que, verificado o vício, a cláusula inquinada poderá ser alijada do mundo jurídico. Contudo, como será visto ao longo deste item, muitas vezes o julgador de um conflito de interesses vai se deparar com uma lide em que a sua decisão não será tomada com base na presença de um ato formalmente ilícito ou abusivo, mas, em vez disso, com base na noção de merecimento de tutela.

Como destaca Pietro Perlingieri, os limites de validade não são mais considerados, como no passado, elementos externos ao direito; atualmente, a partir da funcionalização dos institutos, faz-se necessário analisá-los de dentro para fora, a partir de uma análise de merecimento de tutela.⁴⁰

Ilícito, portanto, não será apenas o ato que descumpre a literalidade da lei. Para além da ilicitude formal, encontra-se na violação da lei através de seu estrito cumprimento a mais instigante forma de ilicitude. Esse aparente paradoxo dá-se através de inúmeras formas, e deve ser enfrentado pelo instituto do abuso do direito. Em cenários ainda mais complexos, o intérprete irá se deparar com situações em que dois interesses lícitos e não abusivos entram em rota de colisão, hipótese em que a decisão será tomada com base na noção de merecimento de tutela, a ser desenvolvida mais à frente.

A partir de uma análise funcional e promocional do direito, será destacada a importância da finalidade tanto dos atos quanto do direito, privilegiando-se a essência sobre a forma, e lançando-se luz sobre este intrincado tema. Nos próximos itens, far-se-á um rápido retrospecto da noção de ato ilícito *stricto sensu* e ato abusivo.

⁴⁰ “No ordenamento vigente não existe um direito subjetivo – propriedade privada, crédito, usufruto – ilimitado, atribuído no exclusivo interesse do sujeito, a ponto de ser configurado como uma entidade pré-dada, isto é, preexistente ao ordenamento e que deva ser levada em consideração como conceito, ou noção, transmitido de geração em geração. O que há é um interesse juridicamente tutelado, uma situação jurídica que já em si mesma encerra limitações para o titular. Os chamados limites externos, de um ponto de vista lógico, não seguem a existência do princípio (direito subjetivo), mas nascem junto com ele e constituem seu aspecto qualitativo. O ordenamento tutela um interesse somente enquanto atender àquelas razões, também de natureza coletiva, garantidas com a técnica das limitações e dos gravames. Os limites que se definem externos ao direito, na realidade não modificam do exterior o interesse, mas contribuem à identificação da sua essência, da sua função” (PERLINGIERI, 2008, p. 681).

1.4.1.1 Do ato ilícito como gênero

No Código Civil de 2002, a ilicitude é estruturalmente conceituada em dois dispositivos legais, o art. 186 e o art. 187. A noção de ilicitude subdivide-se em: i) atos ilícitos (*stricto sensu*), hipótese em que a consequência natural seria o dever de reparar; e ii) atos ilícito atípicos, aqueles em que as consequências seriam distintas da reparação. Teresa Ancona Lopez (2010, p. 9)⁴¹, ao discorrer sobre o ato ilícito atípico, afirma que ele seria o fundamento de todos os demais atos antijurídicos, hipótese em que se estaria diante de uma noção material de ilicitude, consubstanciada na ideia de abuso do direito, segundo a qual também cometeria ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excedesse manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes. Nesse caso, estar-se-ia diante de uma “ilicitude em sentido lato” (TEPEDINO, BARBOZA, & BODIN DE MORAES, 2004, p. 342).⁴²

Pontes de Miranda (1954, p. 201)⁴³, em sua monumental obra, há muito percebera o caráter multifacetado da ilicitude, destacando os seguintes tipos de ilicitude: a) ilicitude determinadora da entrada do suporte fático no mundo jurídico para a irradiação da sua eficácia responsabilizadora - art. 186 do Código Civil de 2002 (CC); b) a ilicitude “caducificante”, que seriam aqueles casos que implicam a perda de algum direito, pretensão ou ação, tal como se dá na perda do poder familiar - art. 1638 do CC; c) a ilicitude decorrente da infração culposa de deveres, obrigações, ações ou exceções, tal como ocorre com toda responsabilidade culposa contratual; d) e, por fim, a ilicitude nulificante.

Para além da estrutura bipolar “licitude *versus* ilicitude”, há ainda os atos formalmente lícitos, mas abusivos ou não merecedores de tutela. Em tais casos, faz-se necessário identificar a função dos institutos jurídicos e o interesse que se deseja promover.

No próximo capítulo, serão estudados os mecanismos contratuais de liquidez em espécie, e se demonstrarão os equívocos decorrentes de uma interpretação meramente estrutural, fundada unicamente na dicotomia ato lícito *versus* ato ilícito. O intérprete deve preocupar-se com os fins almejados pelas partes contratantes e com os valores do sistema, e a partir destes vetores, qualificar os contratos e seus efeitos. Entretanto, antes de entrar no estudo dos mecanismos contratuais de liquidez em espécie, proceder-se-á a um rápido retrospecto do conceito de ato ilícito e de ato abusivo – critérios repressivos – e da noção de merecimento de tutela – critério promocional.

41 LOPEZ, T. (Outubro de 2010). Exercício do Direito e Suas Limitações: Abuso do Direito. *Revista dos Tribunais* | vol. 885/2009 | p. 49 - 68 | Jul / 2009, 997. São Paulo: *Revista dos Tribunais*.

42 TEPEIDINO, BARBOZA, & BODIN DE MORAES. *Código Civil Interpretado Conforme A Constituição Da República*, 2004, p. 342.

43 Miranda, P. *Tratado de Direito Privado*. (1954). 2. ed., Parte Geral, Tomo II. Rio de Janeiro: Borsoi.

1.4.1.2 Ato ilícito típico (art. 186 do CC):

Segundo o art. 186 do CC, aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito. Este preceito representa o que se pode chamar de ato ilícito típico ou em sentido estrito, cujo fundamento consiste na incompatibilidade formal entre o ato e a lei.

Interessante notar a evolução do conceito de ato ilícito em sentido estrito, que inova em relação ao antigo art. 159 do Código Civil de 1916, ao dissociar o ato ilícito tanto do dever de reparação pecuniária quanto do elemento culpa.

O antigo art. 159⁴⁴ do Código Civil de 1916 determinava que aquele que cometesse ato ilícito ficaria obrigado a reparar, estabelecendo uma conexão automática entre a ilicitude e a responsabilidade civil. Baseado na legislação pretérita, San Tiago Dantas asseverava que os atos ilícitos eram fontes de obrigações, posto que “a ideia de composição do prejuízo é ideia fundamental na repressão da ilicitude civil. [...] porque do ato ilícito nasce o dever de compor o prejuízo” (DANTAS, 2001, p. 311).⁴⁵

O art. 186⁴⁶ do Código vigente, de forma inovadora, promove a dissociação entre a ilicitude (art. 186 do CC) e o dever de reparar (art. 927⁴⁷ do CC). Assim, o ilícito não implicará necessariamente a responsabilização civil. Essa sutil alteração vem sendo considerada como mais um passo no sentido da despatrimonialização do direito civil, autorizando e estimulando outras formas de responsabilização não pecuniária.⁴⁸ Da ilicitude

⁴⁴ **Código Civil de 1916.** Art. 159. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência, ou imprudência, violar direito, ou causar prejuízo a outrem, fica obrigado a reparar o dano. A verificação da culpa e a avaliação da responsabilidade regulam-se pelo disposto neste Código, arts. 1.521 a 1.532 e 1.542 a 1.553.

⁴⁵ DANTAS, S. (2001). *Programa de Direito Civil*. Rio de Janeiro: Forense. p. 311.

⁴⁶ **Código Civil de 2002.** Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

⁴⁷ **Código Civil de 2002.** Art. 927. 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.

⁴⁸ Segundo Judith Martins Costa, “[s]e tivermos como ponto de partida a compreensão sistemática e estrutural, perceberemos que o novo Código rompe, radicalmente, com a construção, dogmática e ideológica, que serviu de base para a elaboração da noção de ilicitude civil a partir de sua consequência patrimonial – o nascimento do dever de indenizar. Essa ruptura está pontuada por dois traços que, curiosamente, não têm sido enfatizados por quem teima em ver no vigente art. 187 o antigo abuso de direito do art. 160, I, contemporaneamente maquiado. São eles: a) comparativamente ao art. 159 do Código de 1916, o art. 186 não reproduz a sua verba final (‘fica obrigado a reparar o dano’); b) a obrigação de indenização ganhou autonomia, sendo tratada em um Título próprio (art. 927 e ss), distinto, na geografia do Código, do tratamento da ilicitude do negócio jurídico. O que aí está patente, e altissonante, é a desconexão de um elo que, tradicionalmente, soava automático: foi cortada a automaticidade da ligação entre a ilicitude (art. 186 e 187) e o dever de indenizar (art. 927 e ss), e entre ilicitude civil e dano. Mas não é só uma nova estrutura: aí temos uma ruptura. Alterou-se, profunda e significativamente,

não decorrerá, necessariamente, uma consequência pecuniária, pois, como demonstrou Pontes de Miranda, a ilicitude é um termo multifacetado, gerador de consequências diversas.

O novo Código Civil elimina também do conceito de ato ilícito (art. 186 do CC) a menção ao elemento “culpa”. Embora o fundamento do ato ilícito típico continue sendo o elemento “culpa”, essa supressão, sob o ponto de vista sistemático, induz uma mensagem subliminar no sentido da objetivação da responsabilidade civil, claramente sentida no Título IX, onde a teoria do risco foi expressamente adotada (art. 927, § único, do CC). Nos casos de responsabilidade objetiva, haverá dever de responder independentemente do elemento “culpa”, e mesmo nos casos de responsabilidade subjetiva, observa-se forte tendência de objetivação, substituindo-se o conceito de culpa psicológica pelo conceito de culpa normativa, fundada esta em padrões e *standards* de conduta.

Consoante a doutrina de Maria Celina Bodin de Moraes:

[...] a noção normativa de culpa, como inobservância de uma norma objetiva de conduta, praticamente substitui a noção de culpa psicológica, com vistas a permitir que se apure o grau de reprovação social representado pelo comportamento concreto do ofensor, isto é, a correspondência, ou não, do fato a um padrão (*standard*) objetivo de adequação. [...] a figura do ilícito continua ancorada no fato “culposo”, o qual, porém, foi redefinido, através dessa concepção da culpa, como sendo um fato avaliado negativamente em relação a parâmetros objetivos de diligência (BODIN DE MORAES, 2007, p. 212).⁴⁹

Isso significa que o padrão objetivo de conduta esperado deve ser buscado dentro de cada atividade.⁵⁰ Abandonam-se, assim, critérios extremamente subjetivos, tais como homem médio, *pater bonus familiae*, *reasonable man*, pois cada juiz ou árbitro, em função de sua filosofia de vida e história particular, terá uma ideia distinta desses conceitos. Da mesma forma, já não importa se o agente tinha consciência de estar a violar uma norma de conduta. O que importa, para fins de imputação do dever de responder, é a demonstração de que o agente

o regime da ilicitude, seja ao estatuir a regra do art. 187, seja ao desconectar, metodologicamente, a consequência geral (isto é, o dever de indenizar) da ilicitude, inserindo-a em título próprio (art. 927). Daí não ser ‘indispensável’ para os efeitos da tutela conferida pelo art. 187, nem a ocorrência de um evento danoso, nem que o mesmo tenha sido causado por culpa” (MARTINS-COSTA, J. (outubro de 2003). Breves Anotações Acerca do Conceito de Ilicitude no Novo Código Civil (Estruturas e Rupturas em Torno do Artigo 187). *Boletim Adcoas*. p. 309-310).

⁴⁹ BODIN DE MORAES, M. (2007). *Danos à Pessoa Humana - Uma Leitura Civil-Constitucional dos Danos Morais*. Rio de Janeiro: Renovar. p. 212.

⁵⁰ Como afirma Carlos Edison, “[n]as hipóteses de assédio moral (ou mobbing), os requisitos são construídos à luz de cada caso. A reiteração da prática ao longo do tempo, o conhecimento dos colegas, a conduta da empresa para coibir, o limite na imposição das metas, dentre outros, funcionam como parâmetros de caracterização do dano” (MONTEIRO FILHO, C, E., 2014, p. 15. O conceito de dano moral e as relações de trabalho. Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. Disponível em: [Civilistica: http://civilistica.com/o-conceito-de-dano-moral-nas-relações-de-trabalho/](http://civilistica.com/o-conceito-de-dano-moral-nas-relações-de-trabalho/). Acesso em: 16 de novembro de 2015.).

não atuou de acordo com o padrão de conduta que naquele caso específico era dele esperado.⁵¹

1.4.1.3. Abuso do direito⁵²

A doutrina positivista, calcada no ideal de completude do ordenamento, satisfazia-se com o ato ilícito típico.⁵³ Diante da mudança da racionalidade jurídica, e da constatação de que o direito positivo é incapaz de descrever todas as condutas antijurídicas, o direito civil contemporâneo tem se valido da teoria dos princípios e das cláusulas gerais para regular as situações não legisladas ou abusivas.⁵⁴

Nesse contexto, Heloísa Carpena tem afirmado que os princípios contêm os valores que fundamentam o ordenamento, “valores estes que se encontram em grande parte constitucionalizados e representam verdadeiros ‘vetores de aplicação da lei’, garantindo a unidade e coerência do sistema” (CARPENA, 2013, p. 430).⁵⁵

Heloisa Carpena assevera que a pedra de toque da teoria consagrada pela lei é a adoção do critério do “motivo legítimo”, para a identificação do abuso, noção que se extrai das condições objetivas nas quais o direito foi exercido, cotejando-as com suas finalidades e com a missão social que lhe é atribuída, e ainda com o padrão de comportamento dado pela boa-fé e com a consciência jurídica dominante, expressa no conceito de bons costumes (CARPENA, 2013, p. 438).

Judith Martins-Costa, por sua vez, destaca que o abuso do direito refere-se a uma atuação humana estritamente conforme com as normas imediatamente aplicáveis, a qual, porém, quando tudo visto, se apresenta ilícita por contrariedade ao sistema na sua globalidade,

⁵¹ A respeito do tema, recomenda-se a leitura de profícuo estudo sobre *standards* de conduta dos atos dos administradores de sociedades anônimas, elaborado por Pedro Teixeira Freitas, em sua dissertação de mestrado na UERJ, cujo título é “*Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A: cumprimento de deveres de conduta versus reparação integral*”.

⁵² O abuso de direito também vem sendo visto pela doutrina como ato ilícito atípico (LOPEZ, 2010, p. 11) ou ilicitude em sentido amplo (TEPEDINO, BARBOZA, & BODIN DE MORAES, *Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República*, 2004, p. 342).

⁵³ San Tiago Dantas destaca interessante aspecto do abuso do direito, ao afirmar que “quase sempre depois de um ato ser reprimido pelo abuso de um direito, não tarda que uma lei nova venha consagrar a sua proibição. Quer dizer, o abuso do direito tem muito este papel técnico, de antecipar as inovações, porque vai revelando, através da atividade dos magistrados, o desajustamento entre a norma jurídica e as situações novas apresentadas numa norma nova a proibição que o magistrado tinha feito, algumas vezes, lançando mão da doutrina do abuso” (DANTAS, 2001, p. 320).

⁵⁴ Teresa Ancona Lopez preceitua que “o atual Código Civil consagrou a teoria da confiança como base das relações intersubjetivas, além de ter funcionalizado os institutos da propriedade e dos contratos” (LOPEZ, 2010, p. 8). Assim, todo ato que violar o princípio da confiança será considerado abusivo.

⁵⁵ CARPENA, H. (2013). O abuso de direito no Código de 2002: Relativização de direitos na ótica civil-constitucional. In: G. Tepedino, *O Código Civil na Perspectiva Civil-Constitucional (Parte Geral)*. Rio de Janeiro: Renovar.

pelo fato de atingir, manifestamente, vetores tidos por fundamentais à ordem jurídica, como ocorre, designadamente, nas relações obrigacionais, com a lealdade, a confiança e a utilidade (MARTINS-COSTA, 2014, p. 214)⁵⁶.

A violação de direitos poderá se dar, portanto, de forma direta, hipótese em que se estará diante de um ato ilícito típico ou *stricto sensu*; ou de forma indireta, hipótese em que se viola a lei cumprindo-a em sua literalidade, mas violando-a em seu espírito, com o que se estará no campo do abuso do direito. Ou seja, no abuso, o sujeito aparentemente age no exercício de seu direito; há, todavia uma violação dos valores que justificam o reconhecimento deste mesmo direito pelo ordenamento. A respeito do tema, destaca a doutrina que se almeja, com a disciplina do abuso do direito, uma valoração axiológica do exercício de determinada situação jurídica subjetiva, “não apenas dos direitos subjetivos, mas também dos interesses potestativos, dos poderes jurídicos etc. – à luz dos valores consagrados no ordenamento civil-constitucional.” (TEPEDINO, BARBOZA, & BODIN DE MORAES., 2004, v. I, p. 341).

Vistos os conceitos de atos ilícitos e de atos abusivos, passa-se, então, à “nova fronteira da legalidade”⁵⁷, que consiste na aferição de merecimento de tutela dos atos lícitos e não abusivos, e constituirá base de interpretação em diversas situações que serão analisadas quando forem estudados os mecanismos de liquidez em espécie.

1.4.1.4 O Merecimento de Tutela a partir da análise funcional e promocional do direito

Analisados os juízos de licitude e não abusividade, passa-se agora ao estudo do juízo do merecimento de tutela.

Historicamente, a ciência jurídica sempre esteve associada à função repressiva dos atos não conformes ao direito. Para atender a essa função, foram desenvolvidas as teorias dos atos ilícitos e do abuso de direito.

Mais recentemente, a doutrina tem se dedicado ao estudo da “função promocional do direito”. Percebeu-se que, além da função de reprimir as condutas desconformes, o direito teria também por missão estimular e promover os valores constitucionais. O juízo de merecimento de tutela estaria associado, assim, a esta nova função (SOUZA, 2014).

⁵⁶ MARTINS-COSTA, J. (2014). Critérios para aplicação do princípio da boa-fé objetiva (com ênfase nas relações empresariais). In: V. DE FRADERA, & J. MARTINS-COSTA. ESTUDOS DE DIREITO PRIVADO E PROCESSUAL CIVIL em homenagem a Clóvis do Couto e Silva. São Paulo: *Revista dos Tribunais*.

⁵⁷ Interessante artigo doutrinário, da lavra de Eduardo Nunes de Souza, foi publicado nessa linha, com o título: “Merecimento de Tutela: a nova fronteira da legalidade no direito civil” (SOUZA, E. N. (abril-junho de 2014). Merecimento de Tutela: A nova fronteira da legalidade no direito civil. *Revista de Direito Privado*, 58.

Interessante se mostra a análise da evolução do princípio da legalidade no direito civil. Com a Revolução Francesa e a promulgação do Código Civil Francês de 1804, a licitude formal tornou-se o principal parâmetro de aferição de legalidade dos atos privados. Lícitos eram os atos conformes à lei numa visão meramente estrutural, ou seja, sem divagações valorativas ou funcionais.

Com o tempo, percebeu-se que condutas estruturalmente lícitas poderiam ser abusivas. A partir dessa constatação, foi desenvolvida a teoria do abuso de direito, que, como visto, pode ser considerado o primeiro passo no sentido de uma análise mais dedicada à essência do que à forma.⁵⁸

Norberto Bobbio, (2011, p. 54)⁵⁹ em seu texto “*Em direção a uma teoria funcionalista do direito*”, ao discorrer sobre a necessidade de superar uma abordagem meramente estrutural do direito⁶⁰, afirma que “aqueles que se dedicaram à teoria geral do direito se preocuparam muito mais em saber ‘como o direito é feito’ do que ‘para que o direito serve’”.⁶¹ A partir desse ponto, constata o autor que os estudiosos do direito se debruçaram mais detidamente ao estudo da estrutura do que da função dos institutos e do direito. A ideia de análise funcional do direito, num primeiro momento, tinha como objetivo libertar-se da interpretação meramente estrutural do direito, de tal forma que a qualificação de um ato jurídico levasse em conta não apenas, mas também e primordialmente, o fim almejado pelas partes, ou seja, a

⁵⁸ “O abuso é o exercício contrário ou de qualquer modo estranho à função da situação subjetiva. Se o comportamento concreto não for justificado pelo interesse que impregna a função da relação jurídica da qual faz parte a situação, configura-se o seu abuso. O abuso é uma noção que não se exaure na configuração dos limites de cada poder, mas se relaciona à mais ampla função da situação global da qual o poder é expressão. Portanto, é possível apresentar uma variedade de comportamentos de abuso em relação a cada situação e à sua concreta função. A sua valoração é complexa porque postula a verificação da existência de contra-interesses juridicamente relevantes, que devem ser considerados segundo uma equânime harmonização, isto é, segundo critérios de proporcionalidade individual e social” (PERLINGIERI, 2008, p. 683-684).

⁵⁹ BOBBIO, N. (2011). *Da Estrutura À Função: Novos Estudos de Teoria do Direito*. (D.

B. Versiani, Trad.) Barueri: Manole. p. 54.

⁶⁰ Dessa interpretação estruturalista do direito decorre a ambígua regra do *in claris non fit interpretatio*, que parte do pressuposto de que é possível distinguir o *casus legis* do *casus dubius*: “somente no segundo, seriam reconhecidas ambiguidades e obscuridades de significados. Neste modo de argumentar é obrigatório especificar o que se entende por texto claro. Indica-se que a ‘clareza’ se refere ao discurso, ou melhor, ‘à relação entre texto e destinatários’, advertindo, porém, que o caráter certo ou duvidoso pode dizer respeito não somente ‘ao sentido’, mas, sobretudo, ‘ao alcance’. Diante da ambiguidade dos textos resultantes da coordenação sistemática deles, alega-se que ‘a clareza legislativa não pode ser referida a uma única enunciação, mas ao discurso globalmente considerado; tanto isso é verdade que se pode considerar clara também uma disposição formulada com palavras impróprias, quando o discurso não fizer surgir dúvidas”. [...] O brocardo *in claris non fit interpretatio* apóia-se no pressuposto de que a norma seja uma unidade lógica bem isolada empiricamente. Todavia, sem confundir a norma com o artigo de lei visto na sua exterioridade, ela é sempre fruto da sua colocação no âmbito do sistema. (PERLINGIERI, 2008, p. 614-615-617). Disso decorre que a clareza do texto não é um *prius*, mas sim um *posterius*.

⁶¹ BOBBIO, N., 2011, p. 54.

função do instituto jurídico em questão. A interpretação funcional aproxima-se, assim, da interpretação teleológica. Como destaca Claus Wilhelm Canaris:

Quando se ‘ordena sistematicamente’, de certa forma, um fenômeno jurídico, está-se, em regra, com isso, a fazer uma afirmação sobre o seu conteúdo teleológico. [...] com isso, solicitam-se de imediato os valores e, em especial, os princípios gerais da ordem jurídica que estejam por detrás das normas questionadas. Uma querela sobre uma ordenação sistemática é, por isso, em regra, também uma querela sobre a ‘essência’ de um fenômeno jurídico, isto é, predominantemente acerca de seu conteúdo valorativo dentro do Direito vigente. [...] No entanto, este processo de ‘determinação da essência’ não é, por assim dizer, um processo de sentido único, pelo qual o objetivo seja, primeiro totalmente desconhecido e, depois, de repente, através da ordenação sistemática, se tornasse compreensível. Existe, antes, um efeito mútuo entre o conhecimento do objeto em causa e a sua qualificação (CANARIS, 2002, p. 154-155).

O grande mérito do direito civil-constitucional foi, contudo, o de fazer a transição da simples análise funcional dos institutos do direito para uma análise funcionalizada aos valores do ordenamento, compatibilizando a estrutura com estas funções, bem como a correlata funcionalização do direito.

Kelsen, por exemplo, estabelece a rígida separação entre estrutura e função como base de sua teoria pura do direito.⁶² A análise funcional do direito caberia, assim, aos sociólogos e filósofos, não aos juristas. Como se sabe, essa rígida separação entre estrutura e função, do que decorre a separação entre direito e moral⁶³, consubstanciou a base teórica de regimes totalitários, inclusive o nazista.⁶⁴

Como se pode perceber, tanto o juízo de licitude quanto o juízo de não abusividade estão fundados em uma forma de controle essencialmente negativa, que enxerga o direito a partir da tradicional função repressiva.

⁶² “Com efeito, a ciência jurídica não tem de legitimar o direito, não tem por forma alguma de justificar – quer através de uma moral absoluta, quer através de uma moral relativa – a ordem normativa que lhe compete – tão somente – conhecer e descrever” (KELSEN, H. (2006). *Teoria pura do direito*. São Paulo: Martins Fontes. p. 78).

⁶³ Como destaca Bobbio, “[...] na obra de Kelsen, a construção da teoria pura do direito, voltada exclusivamente para a análise dos elementos estruturais do universo jurídico, avança *pari passo*, como é bem sabido (e, mesmo assim, tão frequentemente esquecido), com a crítica ideológica às teorias alheias. A análise estrutural não serve apenas para salvaguardar a teoria do direito de contaminações ideológicas, mas também permite desmascarar tomadas de posição política que se alojam nos conceitos tradicionais aparentemente neutros da ciência do direito” (BOBBIO, 2011, p. 56).

⁶⁴ “Sem embargo da resistência filosófica de outros movimentos influentes nas primeiras décadas do século XX, a decadência do positivismo é emblematicamente associada à derrota do fascismo na Itália e do nazismo na Alemanha. Esses movimentos políticos e militares ascenderam ao poder dentro do quadro de legalidade vigente e promoveram a barbárie em nome da lei. Os principais acusados de Nuremberg invocaram o cumprimento da lei e a obediência a ordens emanadas da autoridade competente. Ao fim da Segunda Guerra Mundial, a ideia de um ordenamento jurídico indiferente a valores éticos e da lei como uma estrutura meramente formal, uma embalagem para qualquer produto, já não tinha mais aceitação no pensamento esclarecido” (BARROSO, L. (2005). *Temas de Direito Constitucional - Tomo III*. Rio de Janeiro: Renovar. p. 12).

O juízo de merecimento de tutela parte de nova ótica. Além de reprimir condutas desconformes, o direito teria também a função de promover os valores constitucionais. Esse fenômeno foi denominado “função promocional do direito” por Norberto Bobbio:

Para atingir o próprio fim, um ordenamento repressivo efetua operações de três tipos e graus, uma vez que existem três modos típicos de impedir uma ação não desejada: torná-la impossível, torná-la difícil e torná-la desvantajosa. De modo simétrico, pode-se afirmar que um ordenamento promocional busca atingir o próprio fim pelas operações contrárias, isto é, buscando tornar a ação desejada necessária, fácil e vantajosa (BOBBIO, 2011, p. 15).

Hodiernamente, pode-se asseverar que o juízo de legalidade submete-se a uma tríplice análise. Conflagrado um conflito entre dois centros de interesses, deve-se aferir se, além de lícito e não abusivo (critérios negativos decorrentes da função repressiva), determinado centro de interesses encontra-se alinhado aos valores constitucionais para que ele seja merecedor de tutela (critério positivo decorrente da função promocional). Isso não significa que o centro de interesse preterido seja ilícito, mas apenas que, no caso concreto, o outro centro de interesse gozará de uma tutela privilegiada de merecimento.

Em certas hipóteses, interesses lícitos e não abusivos entram em rota de colisão. Nesses casos, os critérios tradicionais de análise da legalidade (ilicitude e não abusividade) mostram-se inoperantes, visto que fundados na função repressiva do direito. A definição de qual dos interesses em jogo será merecedor de tutela decorrerá, em casos tais, dos valores envolvidos no conflito concreto. O interesse dotado de maior hierarquia axiológica deverá ser promovido (função promocional do direito).

Nessas situações, não se vislumbra uma conduta a ser reprimida. De outro lado, a decisão não poderá se basear na opinião pessoal do julgador. A solução jurídica, então, consiste em analisar, com base na tábua axiológica unitária⁶⁵ fixada na Constituição, qual dos

⁶⁵ Tendo em vista a unidade do ordenamento jurídico, Norberto Bobbio destaca que: “A complexidade do ordenamento, sobre a qual vimos até aqui chamando atenção, não exclui a sua unidade. Não poderíamos falar de ordenamento jurídico se não o considerássemos algo unitário. Que seja unitário um ordenamento simples, isto é, um ordenamento no qual todas as normas decorrem de uma só fonte, é facilmente compreensível. Que seja unitário um ordenamento complexo, isso deve ser explicado. Acolhemos aqui a teoria da construção escalonada do ordenamento jurídico, elaborada por Kelsen. Essa teoria se presta a dar uma explicação sobre a unidade do ordenamento jurídico complexo. O núcleo dessa teoria é que as normas de um ordenamento não estão todas num mesmo plano. Há normas superiores e normas inferiores. As normas inferiores dependem das superiores. Subindo das normas inferiores até aquelas que estão mais acima, chega-se enfim a norma suprema, que não depende de nenhuma outra norma superior, e sobre a qual repousa a unidade do ordenamento. Essa norma suprema é a norma fundamental. Todo ordenamento possui uma norma fundamental. É essa norma fundamental que dá unidade a todas as outras normas; isto é, faz das normas esparsas e de variadas proveniências um todo unitário, que se pode chamar, a justo título, de ‘ordenamento’. A norma fundamental é o termo unificador das normas que compõem o ordenamento jurídico. Sem uma norma fundamental, as normas, das quais falamos até agora, constituiriam um acumulado de normas, não um ordenamento. Em outras palavras, conquanto sejam

interesses em conflito será o merecedor de tutela no caso concreto. Como destaca Pietro Perlingieri:

A solução a cada controvérsia deve ser dada não somente levando em consideração o artigo de lei que parece contê-la e resolvê-la, mas à luz de todo o ordenamento, em particular dos seus princípios fundamentais, como escolhas de fundo que o caracterizam (PERLINGIERI, 2008, p. 175).

Embora ainda muito pouco estudado, um dos vetores interpretativos fundamentais para a solução de conflitos, especialmente nas relações patrimoniais paritárias, encontra-se no preceito do art. 3º, II, da Constituição Federal, segundo o qual constitui objetivo fundamental da República Federativa do Brasil garantir o desenvolvimento nacional. Desenvolvimento nacional engloba desenvolvimento econômico e desenvolvimento social. Apesar de ser verdade que desenvolvimento econômico não gera, necessariamente, desenvolvimento social, pode-se asseverar que a ausência de desenvolvimento econômico gerará, necessariamente, subdesenvolvimento social. Um contexto de recessão, inflação alta, e juros elevados será muito mais maléfico para os mais pobres do que para os mais abastados. Estes, que têm acúmulo de riquezas, se beneficiarão dos altos juros e da inflação; os pobres, que consomem todas as suas riquezas, ou até mais do que ganham, sofrerão duramente com um cenário de altos juros, inflação e recessão. A recente crise brasileira de 2014/2015 consubstancia prova cabal desse fenômeno. A única possibilidade de distribuição de renda em um cenário de recessão é via expropriação de riquezas, o que se mostra vedado pela Constituição (art. 5º, XXII da CF).

Tércio Sampaio Ferraz Junior (2014, p. 31)⁶⁶, forte em Ascarelli, ressalta que “o mundo pede aos juristas ideias novas, mais que sutis interpretações”. Tércio Sampaio demonstra ainda que “uma crise só se torna um desastre quando respondemos a ela com juízos pré-formados, isto é, com preconceitos”. O jurista moderno deve preocupar-se com a correta aplicação dos conceitos, na medida em que, sem isto, o sistema jurídico caminhará para o caos. Entretanto a interpretação dos fatos deve focar também na realidade e nas consequências das decisões.

numerosas as fontes do direito em um ordenamento complexo, esse ordenamento constitui uma unidade pelo fato de que, direta ou indiretamente, com desvios mais ou menos tortuosos, todas as fontes do direito podem ser deduzidas de uma única norma” (BOBBIO, *Teoria do Ordenamento Jurídico*. 2. ed. São Paulo: Edipro, 2014, p. 58-59).

⁶⁶ FERRAZ JUNIOR, T. (2014, p. 31). Apresentação. In: N. BOBBIO, *Teoria do Ordenamento Jurídico*. São Paulo: Edipro.

Do contrário, correr-se-ia o risco de cair na armadilha revelada por Dostoievski: “O homem tem uma tal paixão pelos sistemas e pelas conclusões abstratas que não hesita em deformar deliberadamente a verdade, em deixar de ver o que está vendo e de ouvir o que está ouvindo, só para justificar a lógica” (DOSTOIEVSKI, 2003).⁶⁷

Ao defender a análise consequencialista das decisões, não se está aqui a adotar a chamada análise econômica do direito⁶⁸, que se baseia na maximização de riqueza e na eficiência como valores maiores do sistema e elementos basilares de interpretação.⁶⁹ O que ora se está a defender decorre de uma perspectiva diversa, que tem como ponto de partida o preceito constitucional que inclui como um dos objetivos fundamentais da República a garantia do desenvolvimento nacional. O aplicador do direito não pode, portanto, preterir esse aspecto nas suas decisões.

Como será visto ao longo desta dissertação, em diversas situações verifica-se um cenário de crise do sistema, tanto em virtude da ausência de solução satisfatória quanto em virtude da possibilidade de existir mais de uma solução jurídica para determinado caso. Nessas situações, de difícil solução, o juiz deve, com base no aludido preceito constitucional, considerar, para efeito de tutela, a decisão que mais adequadamente promoverá o desenvolvimento nacional.

Note-se, contudo, que a solução será sempre relativa, uma vez que o merecimento de tutela é aferido com base nos interesses contrapostos do caso concreto, e na medida necessária para a tutela do interesse promovido. Nesse sentido, Pietro Perlingieri ressalta que:

A produção da lei e a produção da decisão acabam por representar uma vicissitude incindível que, junta a tantas outras que se verificam em uma comunidade, realizam a síntese, a ponderação entre a conservação dos valores legais contidos na lei e o caráter promocional da realidade factual. Esta última, portadora de valores, também é valorável axiologicamente; por definição sempre inovadora, original, imprevisível

⁶⁷ DOSTOIEVSKI, F. (2003). *Noites de subterrâneo* (3. ed.). Rio de Janeiro: Bertrand Brasil.

⁶⁸ A respeito do tema, cf. o nosso artigo: “A análise econômica do direito na axiologia constitucional”. In: *Revista do BNDES*, n. 42 de dezembro de 2014 (BORBA, R. , 2014).

⁶⁹ Apesar de extremamente útil em certos cenários, a aplicação acrítica da análise econômica apresenta limites. Como destaca Pietro Perlingieri, “a análise econômica do direito coloca em evidência o próprio desgaste, na medida em que negligencia completamente os problemas de equidade distributiva e não considera que o direito, na sua dinâmica promocional, não somente espelha situações adquiridas, mas produz valores novos. A realidade econômica (e, portanto, o próprio mercado) deve levar em consideração também motivações não ligadas ao lucro. A simpatia, a generosidade, o senso de coletividade, o sentimento religioso são razões que desmentem os ditames dos interesses egoísticos e patrimoniais (de outra forma não se explicaria o mercenarismo, os comitês de beneficência, as organizações de voluntários, etc.), e contribuem para formar uma ética dos negócios, inspirada em motivações mais complexas do que a simples maximização do lucro, que saiba ir além dos tradicionais valores de honestidade e confiabilidade, de forma a envolver *também a responsabilidade social*” (PERLINGIERI, 2008, p. 514-515).

expressão da complexidade dos fatos concretos, solicitadores por sua vez de novas intervenções legislativas (PERLINGIERI, 2008, p. 200).

Note-se também que não se está aderindo ao chamado julgamento por “equidade”, que seria aquele no qual “o juiz está autorizado a resolver uma controvérsia sem recorrer a uma norma legal preestabelecida” (Bobbio, 2014).⁷⁰ Como destaca Bobbio (2014), “o juízo de equidade pode ser definido como uma autorização ao juiz para produzir direito fora de qualquer limite material imposto pelas normas superiores.⁷¹ O que se está a defender não é o julgamento com base em uma norma externa ao sistema, mas sim que, em certos casos complexos, o aplicador julgue levando em consideração seu compromisso com as consequências de sua decisão para o fim do atendimento do objetivo constitucional de promover o desenvolvimento nacional. Tal objetivo, evidentemente, poderá concorrer, através da necessária ponderação, com outros objetivos constitucionais.

Essa abertura sistêmica decorre da incompletude do ordenamento jurídico. Por mais abrangentes que os Códigos sejam, eles jamais serão capazes de fornecer ao juiz solução para todos os casos. Como destaca o jurista Norberto Bobbio (2014), o “dogma da completude nasceu provavelmente na tradição romanística medieval, quando o direito romano passa, pouco a pouco, a ser considerado o direito por excelência, enunciado em definitivo no *Corpus Iuris*”.⁷² O fetichismo da lei acentuou-se no período das grandes codificações (francesa 1804 e

⁷⁰ BOBBIO, N. (2014). *Teoria do Ordenamento Jurídico* (2. ed.). São Paulo: Edipro. p. 64.

⁷¹ PERLINGIERI parece adotar um conceito de equidade diverso do adotado por Bobbio, ao extrair a equidade dos valores do ordenamento: “Se equidade não significa arbítrio do juiz, todos os valores do ordenamento devem ser considerados parâmetros que concorrem à sua determinação. [...] A equidade frequentemente é a síntese de vários princípios normativos, ela representa de qualquer forma uma ponderação de valores, que tem função de instrumento de proporção e de razoabilidade, e não pode ser concebida senão em conformidade com as normas imperativas e inderrogáveis, as quais podem ser bem indicadas pelas normas ordinárias, pelos princípios reguladores da matéria ou pelos princípios gerais do ordenamento do Estado. [...] Pensar, outrossim, que o juízo equitativo possa qualificar o fato a ser julgado – baseando-se em um valor já emerso no contexto social do qual se trata, mas que ainda não foi traduzido em lei escrita – pressupõe uma lacuna até mesmo axiológica do ordenamento jurídico, em uma contraposição entre *ius* e *societas*, que não pode ser valorada positivamente. [...] A legalidade constitucional, todavia, não admite esta reconstrução: na realidade, não existe uma equidade sem relação com o ordenamento jurídico, considerado na sua unidade e na sua articulada complexidade. A equidade se coloca neste ordenamento e não pode nunca com ele contrastar” (PERLINGIERI, 2008, p. 225-227).

⁷² “A completa e sutil técnica hermenêutica que se desenvolve entre os juristas comentadores do direito romano, e depois entre os tratadistas, é especialmente uma técnica para a ilustração e para o desenvolvimento interno do direito romano, partindo-se do pressuposto de que este constitui um sistema potencialmente completo, uma espécie de mina inexaurível da sabedoria jurídica, que o intérprete deve se limitar a escavar para encontrar o veio escondido. Se nos fosse concedido resumir com uma frase o caráter da ciência jurídica (*Giurisprudenza*) que se desenvolveu sob o Império e à sombra do direito romano, diríamos que ela desenvolveu o método da *extensio* em detrimento daquele da equidade, inspirando-se no princípio da autoridade em vez de naquele da natureza das coisas. Nos tempos modernos, o dogma da completude tornou-se parte integrante da concepção estatal, ou seja, daquela que fez da produção jurídica um monopólio do Estado. A medida que o Estado moderno crescia em potência, iam se acabando todas as fontes do direito que não fossem a lei, ou melhor, o comando do soberano. A onipotência do Estado se reverteu para o direito de origem estatal, e não foi reconhecido outro direito que não aquele que era emanção direta ou indireta do soberano” (BOBBIO, 2014, p. 117).

germânica 1900), dando origem à escola da exegese. Bobbio ressalta ainda que a reação ao dogma da completude começou com o jurista alemão Eugen Ehrlich, fundador da *Escola do Direito Livre*, que defendia a existência de lacunas no direito, as quais precisavam ser preenchidas pelo poder criativo dos juízes.⁷³ Juristas tradicionais, ligados ao dogma da completude, reagiram a essas novas ideias, com base na “teoria do espaço jurídico vazio”. Por essa teoria, toda norma jurídica representa uma limitação à atividade humana, e onde não há essa limitação, o homem é livre para fazer o que desejar. Haveria, assim, dois compartimentos, aquele que é vinculado por normas jurídicas (espaço jurídico cheio) e aquele espaço não regulado (espaço jurídico vazio). Ao analisar o dogma da completude à luz dessa teoria, percebe-se que não haveria lacuna, na medida em que ou a situação é juridicamente relevante, e, portanto, regulada, ou é juridicamente irrelevante, logo não regulada – espaço este no qual vigoraria o princípio da liberdade. Desse raciocínio decorre a máxima, até hoje repetida, “o que não é proibido é permitido”, máxima da qual deriva o dogma da completude.

A teoria do espaço jurídico vazio apresenta grave falha. Como se sabe, há três modalidades normativas: o comandado, o proibido e o permitido. A teoria do espaço jurídico vazio exclui o permitido das modalidades de normas jurídicas, de tal forma que, segundo Bobbio (2014, p. 125), o que “é permitido coincidiria com o que é juridicamente indiferente”. Ocorre que o direito nunca permite sem, ao mesmo tempo, comandar ou proibir o outro polo da relação, e disso decorre que não existe espaço jurídico vazio no sentido de ser irrelevante ao direito. Como destaca ainda Norberto Bobbio:

Então, se por liberdade protegida entende-se a liberdade garantida contra o impedimento alheio, por liberdade não protegida (o que, repetimos, deveria constituir a esfera do juridicamente irrelevante e do espaço jurídico vazio) deveria entender-se uma liberdade não garantida contra o impedimento alheio. Isso significa dizer que o uso da força por parte de um terceiro para impedir o exercício dessa liberdade seria lícito. Em resumo: *liberdade não protegida significa liceidade do uso da força privada*. Mas se é assim, nossos ordenamentos estatais modernos caracterizados pela monopolização da força por parte do Estado e pela consequente vedação do uso privado da força, a situação suposta como situação de liberdade não protegida não é possível” (BOBBIO, 2014, p. 126).

Nessa linha, pode-se asseverar que os acordos de acionistas, assim como qualquer outro contrato, devem ser interpretados e qualificados tendo por base o ordenamento jurídico

⁷³ “Se o direito era um fenômeno social, um produto da sociedade (nas suas múltiplas formas), e não apenas do Estado, o juiz e o jurista deveriam extrair as regras jurídicas adequadas às novas necessidades a partir do estudo da sociedade, da dinâmica das relações entre diversas forças sociais e dos interesses que estas representavam, e não a partir das prescrições mortas e cristalizadas dos códigos” (BOBBIO, 2014, p. 121-122).

como um todo, a partir de uma análise sistemática do ordenamento jurídico. Assim sendo, nem todas as cláusulas não proibidas por lei são merecedoras de tutela, cabendo ao intérprete avaliar a compatibilidade de cada uma delas com o sistema.

Outra tese defendida pelos positivistas tradicionais em prol do dogma da completude do ordenamento jurídico foi a da “norma geral exclusiva”.⁷⁴ Segundo esta última uma norma, ao regular determinado comportamento, não apenas limita este comportamento, mas também, e ao mesmo tempo, exclui (por isto, exclusiva) desta regulamentação todos os outros comportamentos. Em virtude desse aspecto, Bobbio (2014, p. 128) ressalta que “as normas nunca nascem sozinhas, mas em par: cada norma particular, que podemos chamar de inclusiva, é acompanhada, como se fosse sua própria sombra, da norma geral exclusiva”. Com base nessa teoria, não haveria espaço jurídico vazio, pois o ordenamento seria completo.

A teoria da norma geral exclusiva, contudo, também apresenta uma fragilidade, decorrente do fato de que, além da norma geral exclusiva (baseada no *argumentum a contrario*), o ordenamento geralmente oferece também uma norma geral inclusiva, baseada na analogia (*argumentum a simili*). Dessa forma, pode-se afirmar que “se aplicarmos a norma geral exclusiva, o caso não regulado será resolvido de modo oposto ao regulado; se aplicarmos a norma geral inclusiva, o caso não regulado será resolvido de modo idêntico ao regulado” (BOBBIO, 2014, p. 130).

Observa-se, portanto, que aqui a lacuna se verifica não pela ausência de norma jurídica para a regulação de determinado caso, mas, segundo Bobbio (2014, p. 131), “falta de um critério para a escolha de qual das duas regras gerais, a exclusiva e a inclusiva, deve ser aplicada”. A incompletude do sistema decorre, destarte, da ausência de critério para definir a regra aplicável dentre duas possíveis.⁷⁵

⁷⁴ “Dado o conjunto das disposições, as quais, prevendo determinados casos, estabelecem para eles a existência de determinadas obrigações, do conjunto das mesmas disposições deriva, concomitantemente, uma série de normas particulares inclusivas e uma norma geral exclusiva: uma série de normas particulares direcionadas a estabelecer, para os casos por elas particularmente considerados, determinadas limitações, e uma norma geral direcionada a excluir qualquer limitação para todos os outros casos, não particularmente considerados. Por força dessa norma, todo caso possível encontra no ordenamento jurídico o seu regulamento. Dado determinado caso, ou existe na legislação uma disposição aplicável especificamente a ele, e dessa disposição derivará para o mesmo caso uma norma específica, ou não existe, e então incidirá a norma geral mencionada” (DONATI, D. (1910). *Il problema delle lacune dell'ordinamento giuridico*. Milão. p. 36-37, *apud* BOBBIO, 2014, p. 128).

⁷⁵ “Se nos referirmos agora à definição técnica de lacuna, dada na primeira parte desse capítulo, quando dissemos que lacuna significa que em certos casos o sistema não oferece a possibilidade de resolver determinados casos nem de determinado modo nem de modo oposto, e aquilo que dissemos sobre a teoria da norma geral exclusiva, devemos concluir que um ordenamento jurídico, não obstante a norma geral exclusiva, pode ser incompleto. E pode ser incompleto porque entre a norma particular inclusiva e a norma geral exclusiva habitualmente se interpõe a norma geral inclusiva, que estabelece uma zona intermediária entre o regulado e o não regulado, na qual o ordenamento jurídico tende, de forma quase sempre indeterminada e indeterminável, a se introduzir. Mas essa introdução resta, geralmente, no âmbito do sistema, indecisa. Se, em caso de

Assim sendo, e constatada a inevitável incompletude do ordenamento jurídico⁷⁶, pode-se afirmar, em síntese, que o juízo de merecimento de tutela afigura-se como a mais eficiente e flexível via à disposição do julgador na busca da solução do caso concreto, sempre que os critérios de licitude e não abusividade se mostrarem inoperantes (posto que ausentes os seus pressupostos de ilicitude e abusividade).⁷⁷ A solução, então, seria buscar os valores norteadores do sistema constitucional, preservando-se, desta forma, a unidade e coerência do ordenamento.⁷⁸

À semelhança do que ocorre no direito público, onde a técnica da ponderação de valores apresenta-se como o principal mecanismo de solução dos casos difíceis, também no direito privado a noção de harmonização de princípios via ponderação terá papel essencial para a definição do interesse merecedor de tutela. Eduardo Nunes de Souza, ao discorrer sobre tema, assevera que,

[...] em última análise, no sentido aqui proposto, o juízo de merecimento de tutela se presta aos casos em que é preciso escolher entre duas pretensões lícitas e não abusivas, porém antagônicas. Neste caso, a solução a ser extraída da aplicação unitária do ordenamento fará prevalecer a pretensão mais consentânea com a axiologia do sistema, por promover de modo mais adequado ou mais intenso valores

comportamento não regulado, não tivéssemos outra norma a aplicar a não ser a norma geral exclusiva, a solução seria óbvia. Mas agora sabemos que em muitos casos podemos aplicar tanto a norma que determina que os comportamentos diversos sejam regulados de modo oposto ao regulado quanto a norma que determina que os comportamentos semelhantes sejam regulados de modo idênticos aos regulado. E não somos capazes de decidir, mediante regras do sistema, se o caso é similar ou diverso. E, então, a solução deixa de ser óbvia. O fato de a solução não ser mais óbvia, ou seja, de não se poder extrair do sistema uma solução, nem a solução oposta, revela a lacuna, isto é, revela a incompletude do ordenamento jurídico” (BOBBIO, 2014, p. 132).

⁷⁶ “Se um ordenamento jurídico não é, estaticamente considerado, completo, [...], todavia, dinamicamente considerado, é completável. Para se completar, um ordenamento jurídico pode recorrer a dois métodos diferentes que podemos denominar, conforme a terminologia de Carnelutti, de heterointegração e de autointegração” (BOBBIO, 2014, p. 138). Pela heterointegração, recorrer-se-ia a ordenamentos diversos ou a fontes diversas (costume ou direito judiciário); pela autointegração, recorrer-se-ia à analogia ou aos princípios gerais do direito.

⁷⁷ “Em um ordenamento no qual o Estado não assiste passivo à realização dos atos dos particulares, mas exprime juízos sobre estes, o ato meramente lícito não é por si só valorável em termos positivos. Para receber um juízo positivo deve ser também merecedor de tutela. O ato devido – como, por exemplo, o adimplemento de uma obrigação (art. 1176 ss. Cód. Civ.) – é por definição merecedor de tutela. O mesmo pode-se afirmar do adimplemento de uma obrigação natural (art. 2034 Cód. Civ.). [...] Considerando que os valores constitucionais impõe plena concretização, compreende-se totalmente a necessidade, aqui manifestada, de não limitar a valoração do ato ao mero juízo de licitude e de requerer também um juízo de valor: não basta, portanto, negativamente, a não invasão de um limite de tutela, mas é necessário, positivamente, que o fato possa ser representado como realização prática da ordem jurídica de valores, como desenvolvimento coerente de premissas sistemática colocadas na Carta Constitucional. O juízo de valor do ato deve ser expresso à luz dos princípios fundamentais do ordenamento e dos valores que o caracterizam. Nem todo ato ilícito é merecedor de tutela: a simples licitude exime, em regra, apenas da responsabilidade” (PERLINGIERI, 2008, p. 650).

⁷⁸ Como ressalta Pietro Perlingieri: “a tarefa da ciência jurídica é extrair uma ordem do caos legislativo e da grande quantidade dos textos de relevância jurídica e normativa e expressá-la em um sistema que nunca seja fim a si mesmo, que nunca tenha a pretensão de ser definitivo, mas que, ao contrário, tenha somente a função de composição tendencial e contingente das diversas partes, como construção do conjunto de elementos e de razões ao qual fazer referência para o controle das disposições vigentes que concorrem na individuação do próprio sistema” (PERLINGIERI, 2008, p. 592).

juridicamente relevantes. A outra pretensão não receberá a tutela preferencial do ordenamento, devendo ceder espaço à pretensão que se considera merecedora de tutela (na exata medida da harmonização entre as duas, podendo – e devendo – merecer proteção no espaço em que não colidir com a outra). Por todos esses motivos, semelhante juízo, de delicada aplicação, depende fundamentalmente dos elementos do caso concreto (SOUZA, 2014, p. 103).

Ressalte-se, por fim, que os três critérios analisados – ilicitude, abusividade e merecimento de tutela – não devem ser compreendidos como compartimentos estanques e independentes, mas sim como canais interligados. Isso porque a análise da ilicitude torna a análise da abusividade desnecessária, assim como a constatação do abuso torna dispensável a avaliação do merecimento de tutela; mas nada impede que, em um caso concreto, certa conduta seja ao mesmo tempo ilícita, abusiva e não merecedora de tutela⁷⁹, na medida em que “a realização dessas três instâncias de controle são, na prática, percebidas a um só tempo pelo julgador” (SOUZA, 2014, p. 104).

⁷⁹ “Enquanto Kelsen jamais abandonou totalmente o ponto de vista funcional – aliás, a única definição do direito que encontramos em Kelsen é de tipo funcional –, Hart, como vimos, levou às últimas consequências a abordagem estrutural, chegando a definir o direito não como uma técnica específica, mas como uma estrutura específica. Esse modo de entender o direito é uma resposta não à pergunta: ‘qual é a função do direito?’, mas a esta outra: ‘que tipo de organização é?’ Se o reconhecimento da importância do direito promocional pode ter algum efeito, não é tanto em relação à abordagem estrutural do direito, mas sobretudo, à abordagem funcional. Enquanto do ponto de vista estrutural o direito pode continuar a ser defendido, mesmo depois do aparecimento do direito promocional, como norma hipotética (no plano da nomoestática) e como ordenamento em graus (no plano da nomodinâmica), do ponto de vista funcional, uma vez individualizada a categoria do direito promocional, não mais pode ser definido como uma forma de controle social. O conceito de controle é perfeitamente adequando se continuarmos a considerar o direito na sua função tradicional de proteção-repressão. Torna-se, a meu ver, menos adequado se levarmos em conta, igualmente, a função promocional. A função de um ordenamento jurídico não é somente controlar os comportamentos para certos objetivos preestabelecidos. Isso pode ser obtido, preferivelmente, por meio da técnica das sanções positivas e dos incentivos. Costuma-se dizer que a concepção tradicional do direito como ordenamento coativo funda-se sobre o pressuposto do homem mau, cujas tendências antissociais devem, exatamente, ser controladas. Podemos dizer que a consideração do direito como ordenamento diretivo parte do pressuposto do homem inerte, passivo, indiferente, o qual deve ser estimulado, provocado, solicitado. Creio, portanto, que hoje seja mais correto definir o direito, do ponto de vista funcional, como forma de controle e *direção* social.” (BOBBIO, 2011, p. 78-79).

1.4.2 Ilicitude nos Acordos de Acionistas

A invalidade dos acordos de acionistas, à semelhança do que ocorre com os demais contratos, deriva de sua incompatibilidade com o ordenamento jurídico, considerado em sua unidade, complexidade e coerência sistemática. Com efeito, a variedade de vícios nos acordos de acionistas é de tal monta, que se mostraria impossível enumerá-los todos, demarcando uma linha divisória a separar os acordos válidos dos inválidos.⁸⁰

Embora a licitude ou ilicitude dos acordos de acionistas seja intrinsecamente dependente das singularidades advindas do caso concreto, serão relacionadas a seguir as principais e mais usuais causas de invalidade.

Para tanto, as ilicitudes serão divididas em ilicitudes subjetivas e ilicitudes objetivas. As subjetivas relacionam-se aos sujeitos do acordo de acionistas; já as objetivas decorrem do conteúdo das disposições contratuais.

A respeito das ilicitudes subjetivas, cabe indagar se a condição de sócio seria imprescindível à celebração do acordo. A doutrina majoritária condena a celebração de acordo de acionistas com a presença de pessoas externas ao quadro societário. Celso de Albuquerque Barreto (1982, p. 63) defende a ideia de que “só acionistas da companhia podem participar de tais acordos”. Da mesma forma, Carvalhosa (2011, p. 31) afirma que “no acordo de acionistas, devem as partes ser, todas, titulares de ações”. No mesmo sentido, Marcelo Bertoldi (2006, p. 57) adverte que “somente há que se falar em acordo de acionistas quando tal seja firmado por pessoas que possuam a qualidade de acionistas”; ou seja, todo e “qualquer pacto que venha a ser firmado com terceiro estranho aos quadros sociais tratar-se-á de um contrato não classificado como acordo de acionistas” (BERTOLDI, 2006, p. 57).

Note-se, portanto, que a presença de pessoas externas ao quadro social impede que o pacto celebrado seja qualificado como acordo de acionistas. A ausência da condição não atinge propriamente a licitude do pacto, mas sim a sua eficácia qualificada. Embora esse vício subjetivo afaste as prerrogativas excepcionais do art. 118 da Lei 6.404/76⁸¹, caso o pacto celebrado atenda aos requisitos genéricos dos negócios jurídicos em geral, ele poderá valer na

⁸⁰ Embora possa se mostrar difícil, em certos casos, atestar a validade de certas cláusulas contratuais, Carvalhosa destaca que “o primeiro requisito para se estabelecer a licitude ou não da avença é verificar se é útil ou danosa ao interesse social. Reitere-se, no entanto, que a sociedade vincula-se à observância naquilo que especificamente trata do exercício do controle, do exercício do voto dos minoritários ou do exercício de preferência ou direito de compra e venda, inclusive as avenças de compra e venda em bloco (*tag along, drag along*)” (CARVALHOSA, 2011, p. 79).

⁸¹ Dentre as prerrogativas, vide especialmente o art. 118, §§ 8º e 9º, da Lei 6.404/76.

qualidade de um contrato comum.⁸² Trata-se do instituto da conversão, incorporado ao art. 170 do Código Civil de 2002, o qual preceitua que “se, porém, o negócio jurídico nulo contiver os requisitos de outro, subsistirá este quando o fim a que visavam as partes permitir supor que o teriam querido, se houvessem previsto a nulidade”. Em essência, o instituto da conversão visa permitir que o intérprete, diante de um negócio a que falte um elemento inderrogável, possa qualificá-lo em outra categoria jurídica, extraindo do pacto efeitos válidos, em lugar de simplesmente alijá-lo do mundo jurídico.

Como destaca João Alberto Schültzer Del Nero (2001, p. 279), em estudo dedicado ao tema, “o procedimento de conversão do negócio jurídico pertenceria ao âmbito do princípio *‘utile per inutile non vitiatur’*, juntamente com o procedimento da separação de partes e o princípio da instrumentalidade das formas”.⁸³ Leonardo Mattietto, por sua vez, demonstra que:

[...] a conversão é um instrumento útil à nova dogmática contratual (destacando-se, assim, a aplicação do instituto da conversão no campo contratual), porquanto se liga ao princípio da boa-fé objetiva, impedindo que se frustrem, ao menos parcialmente, os efeitos pretendidos com a atuação jurídico-negocial das partes (MATTIETTO, 2002, p. 342).⁸⁴

Pode-se afirmar, portanto, que um “acordo de acionistas” celebrado por não acionistas não pertence a esta categoria jurídica, mas poderá ser aproveitado na categoria geral dos contratos, se atendidos os requisitos gerais do Código Civil.

Situação mais específica seria a de sócio que, embora haja subscrito as ações, não as tenha ainda integralizado. Poderia esse sócio celebrar acordo de acionistas? Barbi Filho (1993, p. 90) entende que sim, “na medida em que a condição de acionista é adquirida no ato de subscrição das ações, sendo a integralização uma obrigação que se sucede”.⁸⁵ Como

⁸² Segundo Carvalhosa, “os contratos firmados entre acionistas e terceiros estão submetidos às normas do direito comum, não se regendo pela lei societária, pois inteiramente diversos, quanto à sua causa e efeitos, dos acordos de acionistas tipificados no seu art. 118” (CARVALHOSA, 2011, p. 31).

⁸³ DEL NERO, J. S. (2001). *Conversão Substancial*. Rio de Janeiro: Renovar. p. 279.

⁸⁴ MATTIETTO, L. (2002). Invalidez dos Atos e Negócios Jurídicos. In: TEPEDINO, G. *A Parte Geral do Novo Código Civil*. Rio de Janeiro: Renovar. p. 342.

⁸⁵ Não entraremos aqui, para não perder o foco do estudo, na polêmica a respeito do fato gerador do *status* de acionista. Consigne-se apenas que há pelo menos três correntes a respeito do momento em que o subscritor adquire a condição de acionista. São elas: i) no momento da assembleia de homologação do aumento de capital; ii) no momento em que se têm subscritores para a totalidade do aumento, e iii) no momento da assinatura do boletim de subscrição. José Edwaldo Tavares Borba adota a **corrente i**, ao asseverar que: “A subscrição de capital tem natureza contratual, correspondendo a oferta de subscrição à proposta, e a subscrição propriamente dita à aceitação. A eficácia desse contrato encontra-se subordinada à obtenção de subscritores para todo o aumento proposto e à consequente homologação do novo capital pelo órgão competente [...] No aumento de capital, os subscritores não participam da assembleia de homologação do aumento, posto que ainda não são acionistas, a não ser que já participem do capital anterior, condição em que votarão com as antigas ações” (BORBA, 2015, p. 427). Representando a **corrente ii**, pode-se citar Luiz Alberto Colonna Rosman: “o subscritor

destaca Eduardo Augusto Franklin Rocha, em seu estudo sobre acordo de quotistas, até mesmo o sócio remisso, aquele que não honrou tempestivamente a obrigação de realizar o capital, “tem legitimidade para figurar, como parte no acordo de quotistas, até que a sociedade, em reunião ou assembleia, delibere por excluí-lo, quando, então perderá a condição de sócio” (ROCHA, 2011, p. 80).

Outra questão polêmica a ser analisada consiste na licitude de celebrar um acordo de acionistas sob condição suspensiva de que sua eficácia teria início apenas a partir do momento em que seus subscritores adquirissem a condição de sócios.

Imagine-se, assim, que um dos signatários do acordo de acionistas ainda não seja sócio da companhia, mas esteja em via de se tornar. Essa situação ocorre com frequência no bojo das operações dos fundos de investimento em participação acionária, os quais costumam já alinhar os termos do futuro acordo de acionistas que regerá as relações entre os antigos sócios e o fundo de investimento entrante. A questão que se apresenta é: seria válida a assinatura de um acordo de acionistas sob condição suspensiva? Ou seja, seria válido um acordo de acionistas assinado por alguém que ainda não ostenta o *status* de sócio, sob a condição de que a eficácia de seus termos dependa da aquisição futura da condição de sócio?

Consoante o preceito insculpido no art. 122 do Código Civil Brasileiro, “são lícitas, em geral, todas as condições não contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes; entre as condições defesas se incluem as que privarem de todo efeito o negócio jurídico, ou o sujeitem ao puro arbítrio de uma das partes”. A dicção legal do dispositivo exige uma interpretação que atenda aos valores do ordenamento, de modo que a busca da licitude do conteúdo de uma condição deve levar em conta a complexidade unitária do sistema, tendo-se como ponto de partida os valores constitucionais. Assim sendo, a doutrina destaca serem “legítimas as condições que estejam respaldadas pelo ordenamento jurídico, sendo, portanto, lícitas e merecedoras de tutela segundo a tábua axiológica constitucional” (TEPEDINO, BARBOZA, & BODIN DE MORAES, 2004, v. I, p. 246).

somente adquire a qualidade de acionista com a efetivação – que é o substantivo empregado pela LSA para designar a conclusão do procedimento – do aumento de capital. Como exposto [...], o aumento de capital mediante subscrição de ações em dinheiro é procedimento que começa com a deliberação do órgão social de aumentar o capital e a divulgação do ato, que constitui oferta de contrato aos acionistas; continua durante o prazo de exercício do direito de preferência, e, se há sobras, até que estas sejam subscritas. O aumento do capital somente se efetiva quando a oferta da companhia é integralmente aceita – pela subscrição de todas as novas ações. Nesse momento, no plano interno da companhia – que tem a ver com as relações de acionistas entre si e com a sociedade – o aumento de capital já produz efeitos, operando-se a mudança da situação jurídica do subscritor em acionista, com o surgimento dos direitos e obrigações daí decorrentes” (ROSMAN, 2009, p. 1.444). Por fim, Barbi Filho adota a terceira corrente, ao defender que, como já consignado, “a condição de acionista é adquirida no ato de subscrição das ações, sendo a integralização uma obrigação que se sucede” (BARBI FILHO, 1993, p. 90).

Qual seria, então, a justificativa para declarar a nulidade de um acordo de acionistas celebrado sob condição suspensiva de que seus termos somente começariam a valer a partir do momento em que seus membros adquirissem a condição de sócios da companhia? Fora o argumento formalista e estrutural de que o acordo é de “acionistas”, e se uma das partes não ostenta esta condição o pacto é inválido, nada justifica tal vedação.

O art. 3º, II da CF/88 determina que constitui objetivo fundamental da República Federativa do Brasil garantir o desenvolvimento nacional. O desenvolvimento nacional desdobra-se em desenvolvimento econômico e desenvolvimento social, observando-se que o desenvolvimento econômico é pressuposto para que haja desenvolvimento social. O direito, portanto, deve promover interpretações que favoreçam o ambiente de negócios, imprescindível para a geração de renda, emprego e tributos. Mostram-se, assim, frontalmente contrárias à Constituição interpretações estruturalistas que, sem justificativa plausível, repute nulos os acordos de acionistas celebrados sob condição suspensiva de que os signatários venham a se tornar sócios.⁸⁶

Consustancia formalidade incompatível com a ordem constitucional exigir que os acordos de acionistas, elaborados no bojo de uma operação de compra de ações, só possam ser assinados após a aquisição da condição de sócio. A incompatibilidade procede do desnecessário incremento da insegurança jurídica da operação, que decorreria do risco de uma das partes não assinar, após tornar-se acionista, o acordo de acionistas esboçado. Admitida a possibilidade de assinatura do acordo sob condição suspensiva, com a aquisição da condição de sócio, ter-se-ia desde logo um documento perfeito e acabado, ato jurídico perfeito, conferindo-se, com isso, maior segurança jurídica à operação.

Ainda no âmbito das ilicitudes subjetivas, cabe indagar se seriam válidos acordos de acionistas celebrados entre acionistas e administradores. A doutrina costuma inquirir de

⁸⁶ Carvalhosa analisa o caso de acordos de acionistas entre pessoas que ainda não são acionistas, mas são titulares de títulos conversíveis em ações. Defende o jurista a validade de tais avenças, desde que as partes se comprometam a exercer o direito de conversão: “Nos acordos concluídos entre os detentores de títulos ou direitos conversíveis em ações, as partes não são, ainda, titulares de ações, devendo sê-lo no futuro previsto nos documentos que os instituírem. Não obstante a ausência atual da qualidade de acionista, pode ser objeto de tais avenças de acordo de acionistas o exercício futuro do direito de voto ou do próprio controle ou, ainda, do futuro direito de preferência ou de opção. Em consequência, embora firmados tais negócios entre quem ainda não é acionista, ou pelo menos um das partes não o é seu objeto poderá ser um dos três acordos tipificados no art. 118 da lei societária ou a própria somatória de dois deles (votos minoritário e preferência ou opção ou controle e preferência e opção). Serão tais acordos de acionistas desde logo válidos porém diferidos quanto à sua eficácia, que dependerá da formal conversão em ações de tais títulos ou direitos. Não se trata de contrato sujeito a condição, uma vez que neles estão previstas a conversão e as datas respectivas. Trata-se de contrato irrevogável, a termo, pois não podem as partes deixar de converter tais títulos ou direitos em ações e no prazo estabelecido. Aí reside a sua especificidade que é a obrigação dos convenientes de efetivamente converterem seus títulos e direitos em ações, em determinado prazo, para, assim, dar eficácia ao pacto” (CARVALHOSA, 2011, p. 48).

inválidas tais avenças, na medida em que existe alto risco de os votos serem proferidos em contrariedade ao interesse social. Destaca Carvalhosa:

[...] nas companhias de capital disperso, em que ocorre a clássica separação entre propriedade de ações e o poder de comando da companhia, surge a tendência de cooptação de determinados acionistas dispersos ou de um grupo deles para votar em favor das propostas autonomamente geradas pelos administradores, bem como do continuísmo deles em seus cargos ou da aprovação incondicional de suas contas. O acordo entre administradores e determinados acionistas minoritários seria o instrumento para consecução de tais objetivos ilícitos e contrários à lei e ao interesse social (CARVALHOSA, 2011, p. 32).

Como sintetiza Carvalhosa (2011, p. 34), “[...] são, assim, em nosso Direito Societário, partes ilegítimas para constituir um acordo, tendo por objeto o exercício do direito de voto, a companhia e os seus administradores”.⁸⁷ Na hipótese, contudo, de um administrador ser também acionista, e, além disso, membro de um acordo de acionistas, este não será necessariamente inválido, mas sempre que haja risco de conflito de interesses, este membro do acordo deve declarar-se impedido.⁸⁸

Analisadas as principais ilicitudes subjetivas, passa-se às ilicitudes objetivas. Dentre estas, são claramente inválidos os “acordos de verdade”, que consistem no compromisso, por exemplo, de sempre aprovar as contas, independentemente de serem regulares ou irregulares. Carvalhosa (2011, p. 33) destaca que “tal aprovação, ao ser previamente convencionada, faz presumir a irregularidade dessas mesmas contas e, portanto, da própria gestão social”. Celso de Albuquerque Barreto sublinha que “os acordos de voto só podem ter por objeto uma declaração de vontade, vale dizer, o pronunciamento do acionista sobre matérias de sua livre opção, tais como alteração estatutária, escolha de administradores [...]” (BARRETO, 1982, p. 66).

⁸⁷ “A causa desses acordos entre acionistas e administradores ou com a companhia será sempre ilícita e ilegítima e, assim, contrária ao interesse social. A regra que deve rigorosamente vigorar, na espécie, é a de que os administradores, tendo como interesse a sua gestão e, no caso de companhias com ações dispersas, a própria condução, de fato, autônoma e hegemônica do processo empresarial (*policy makers*), não poderão convencionar com os acionistas em acordo de voto, envolvendo quaisquer matérias, sejam elas referentes ao voto de verdade ou de vontade, sejam tais acordos celebrados diretamente com eles próprios ou por meio da companhia. Convém, a propósito, notar que tais acordos ilícitos e ilegítimos poderão estar embutidos em acordos de acionistas aparentemente regulares e lícitos. Tal poderá ocorrer quando entre os convenientes existiam acionistas que exercem a função de administradores e que, por isso, tendem a inserir cláusulas de voto favorável, v.g., à sua permanência na administração, independentemente de sua capacidade, qualificação profissional e conduta atenderem o interesse social. Trata-se, em todas essas hipóteses, de fraude à lei, tendo em vista a própria ilegitimidade da parte (administrador, companhia ou acionista administrador), que procura, por meio do tráfico de voto objeto do acordo de acionistas, sufragar matéria para a qual está legalmente impedido” (CARVALHOSA, 2011, p. 33).

⁸⁸ “Assim ocorrerá sempre que o acordo venha a tratar de questões ligadas diretamente à administração da companhia, em que se verifique conflito entre os interesses *uti singuli* do administrador sócio e os da administração da sociedade que está sob seus cuidados” (BERTOLDI, 2006, p. 63).

Como ressalta Fábio Ulhoa Coelho:

Em princípio, os acionistas podem contratar quaisquer assuntos relativos aos interesses comuns que os unem, havendo, a rigor, um único tema excluído do campo da contratação válida: a venda de voto. É nula a cláusula de acordo de acionistas que estabeleça, por exemplo, a obrigação de votar sempre pela aprovação das contas da administração, das demonstrações financeiras ou do laudo de avaliação de bens ofertados à integralização do capital social. Também é nula a estipulação de um acionista votar segundo a determinação de outro (cf. Lamy-Pedreira, 1992:529;521). Quanto ao mais, inexistente vedação legal. Assim, sobre o exercício do voto de vontade e demais aspectos da relação societária, os acionistas podem livremente entabular as tratativas que reputarem oportunas à adequada composição dos seus interesses (COELHO, 2014, p. 347).

Dessa forma, matérias que dependem do exame de questões concretas são insuscetíveis de negociação prévia⁸⁹ em acordo de acionistas.⁹⁰

Tullio Ascarelli, ao discorrer a respeito da relação sinalagmática, distingue, como destacado no capítulo 1.3, o “sinalagma direto” do “sinalagma indireto”⁹¹, e aventava uma hipótese em que o descumprimento contratual por um dos polos da plurilateralidade poderia resultar na invalidade da própria relação plurilateral. A hipótese seria aquela em que a inexecução dos compromissos de um dos polos do contrato torne o objetivo comum inviável: “a invalidade ou inexecução das obrigações de uma parte não exclui, só por si, a permanência do contrato entre as demais, a não ser quando torne impossível a consecução do objetivo comum” (ASCARELLI, 1969, p. 290).

⁸⁹ Neste sentido, REsp 1152849 / MG RECURSO ESPECIAL 2009/0157602-6 **Relator(a)** Ministro JOÃO OTÁVIO DE NORONHA (1123) **Órgão Julgador** T3 - TERCEIRA TURMA **Data do Julgamento** 07/11/2013 **Data da Publicação/Fonte** DJe 18/11/2013 RSTJ vol. 233 p. 350 **Ementa:** RECURSO ESPECIAL. DIREITO SOCIETÁRIO. (...) O **acordo de acionistas** não pode predeterminar o voto sobre as declarações de verdade, aquele que é meramente declaratório da legitimidade dos atos dos administradores, restringindo-se ao voto no qual se emita declaração de vontade. 7. Recursos especiais desprovidos.

⁹⁰ Como destaca Celso de Albuquerque Barreto, “não podem ser objeto do acordo os chamados *atos de verdade*, ou seja, aqueles que dependem do exame de determinadas situações concretas, insuscetíveis de negociação, como a exatidão das contas dos administradores, o valor da correção anual do capital social, a boa ou má gestão de administradores, montante do dividendo obrigatório fixado pelo estatuto. Essas matérias são insuscetíveis de negociação e de regulação em acordo de acionistas, porque dependem da apreciação de aspectos concretos, sobre os quais não podem transacionar os acionistas. O art. 115 diz que o acionista deve exercer o voto no interesse da companhia não se admitindo, assim, que, em obediência a acordos de voto, o acionista pudesse aprovar contas irregulares, eleger ou manter em exercício administradores comprovadamente inidôneos, ímprobos ou ineficientes, nem aprovar cifras incorretas [...]” (BARRETO, 1982, p. 66).

⁹¹ “As considerações que vimos desenvolvendo explicam por que certa corrente doutrinária afirma a inexistência, no contrato plurilateral, de uma relação sinalagmática entre os compromissos das várias partes. Nos contratos bilaterais, podemos identificar uma relação sinalagmática, enquanto a obrigação de uma das partes dependa da existência de uma obrigação válida da parte contrária ou enquanto a inexecução da obrigação de uma das partes autorize a não execução da obrigação da parte contrária. Ora, nos contratos plurilaterais, essa relação, em lugar de ter um caráter direto e imediato, como nos contratos de permuta, adquire um caráter indireto e mediato” (ASCARELLI, 1969, p. 290).

No que concerne aos acordos destinados a restringir a transferência de ações, cabe analisar a legitimidade da amplitude de tais avenças. Segundo o art. 36 da Lei nº 6.404/76, o **estatuto** da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, bem como não sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas. Nota-se, portanto, que, enquanto nas companhias abertas vigora o princípio da livre transferência das ações, a lei admite que nas companhias fechadas o estatuto institua certas limitações a esta livre circulação das ações. Embora a lei refira-se ao estatuto, questão que se coloca é se o acordo de acionistas poderia impor limites à circulação das ações, e em que extensão.

Na prática, são usuais os acordos de acionistas com as chamadas cláusulas de *lock up*, cláusulas através das quais os convenientes se comprometem a não alienar suas ações durante certo período de tempo.

Em determinadas situações, a estabilidade do quadro acionário mostra-se imprescindível para o sucesso de um projeto empresarial, e, em virtude disto, tais cláusulas são legítimas e necessárias. O que não se podem admitir são cláusulas que simplesmente venham a inviabilizar, por longos períodos, a transferência das ações, na medida em que o direito não tutela vinculações perpétuas.

Assim, embora não sejam lícitas disposições estatutárias que impeçam a transferência, questão que merece ser analisada é se seria legítima tal estipulação em acordos de acionistas arquivados na companhia. Isso porque, ao efetuar o ato de registro, acabar-se-ia, indiretamente, vinculando a própria sociedade, gerando, assim, na opinião de parte da doutrina, os mesmos efeitos de cláusula estatutária impeditiva de transferência. Nesse sentido:

[...] os efeitos práticos da cláusula convencional de inalienabilidade seriam exatamente os mesmos da cláusula estatutária de inalienabilidade, diante do que, se se admitisse a existência de acordos de bloqueio com cláusula que impedisse a transmissão das ações, estar-se-ia, por meio transverso, fraudando a proibição legal contida no art. 36 acima mencionado (BERTOLDI, 2006, p. 98).

Pode-se discordar dessa conclusão. A previsão de cláusula impeditiva de transferência estipulada em acordo de acionistas não se confunde com cláusula impeditiva de transferência estipulada no Estatuto Social. Este último consubstancia um ato regra da sociedade, verdadeira lei do corpo social. Mesmo que a sociedade conte com apenas dois sócios, não há como equiparar o Estatuto Social ao acordo de acionistas, na medida em que a possibilidade de entrada de novos sócios consubstancia uma potencialidade, e em ocorrendo tal entrada, o

sócio entrante sofrerá imediatamente a influência do Estatuto. Já o acordo de acionistas representa um pacto paralelo entre partes privadas, e valerá como tal enquanto os sócios preservarem esta condição. Conclui-se, portanto, que as cláusulas de *lock up* estipuladas em acordos de acionistas arquivados na companhia são válidas, desde que compatíveis com o plano de negócios, e desde que não impliquem um dever eterno de inalienabilidade.

Na mesma linha, as cláusulas de preferência não podem inviabilizar, no plano prático, a transferência das ações, uma vez que isto redundaria igualmente em violação do princípio da livre negociabilidade das ações. Todavia, segundo Celso de Albuquerque, tais limitações seriam válidas, se estipuladas em acordo de acionistas ou mesmo em norma estatutária, desde que fosse pactuado, ao mesmo tempo, o valor pelo qual os sócios remanescentes poderiam adquirir as ações do sócio que deseja aliená-las.

A criatividade humana é infinita, e infinitas são as possibilidades de ilicitudes perpetradas através de acordos de acionistas. Foram enumeradas apenas algumas das hipóteses mais usuais e representativas de ilicitudes cometidas por meio desse tipo contratual, mas sem nenhuma pretensão de completude. A análise do intérprete deve sempre estar atenta às funções dos institutos e aos valores constitucionais, e, a partir destes vetores, devem-se qualificar os atos e contratos de acordo com os fins pretendidos, sempre com prevalência da essência sobre a forma.⁹²

⁹² Pietro Perlingieri pontua o fato de que “interpretação e qualificação do fato são aspectos de um processo cognitivo unitário orientado para a reconstrução daquilo que ocorreu em uma perspectiva dinâmica, voltada (não ao passado, mas) para a sua fase de realização. [...] Na interpretação é necessário, portanto, levar em conta a disciplina específica de cada negócio, com a conseqüente relativização do procedimento hermenêutica. A interpretação depende dos diversos métodos hermenêuticos, da disciplina da responsabilidade e da confiança (*affidamento*), do quanto de objetivo e reconhecível possui o ato em relação a cada composição de interesses, da importância e qualidade da diligência exigível, do círculo social do disponente, das condições econômicas e sociais dos sujeitos, de uma série de aspectos heterogêneos e concorrentes na individuação da disciplina do ato. A qualificação requer o conhecimento do ato e do ordenamento, especialmente da disciplina com base na qual deve ser expressa a valoração. Sobre a qualificação, portanto, incidem o momento cognitivo, o juízo de valor, isto é, a determinação do valor jurídico, os princípios fundamentais. É necessário determinar a disciplina em função das conseqüências normativas: o efeito não pode ser considerado somente como decorrência lógica – e portanto inevitável – da qualificação; ele é também valor, que deve induzir à escolha de uma qualificação em lugar de uma outra, a partir de uma consideração unitária da realidade social e do ordenamento. [...] Qualificação é determinação da relevância jurídica do fato, isto é, determinação da normativa. Para esta contribuem a superação do esquema da subsunção e a consideração que a integração dos efeitos não é somente algo ‘posterior’ à qualificação, mas um seu momento essencial. A modificação da disciplina de um contrato pode incidir sobre a sua qualificação toda vez que a mudança, ainda que de uma única cláusula, provoca a mudança do título, isto é, da função sócio-jurídica do regulamento contratual” (PERLINGIERI, 2008, p. 652-654-655-658).

2 MECANISMOS DE LIQUIDEZ DOS ACORDOS DE ACIONISTAS

2.1 A atuação dos fundos de investimento em participação acionária e a sua associação ao tema função social do contrato

Os fundos de investimentos em participação acionária (FIP) têm como objetivo identificar companhias promissoras (denominadas companhias alvo) para nelas investir. Esse investimento concretiza-se por meio de participação no capital social da investida, ou seja, em regra o fundo de investimento torna-se sócio minoritário do acionista controlador da companhia-alvo.

A meta é fazer um choque de gestão na investida, induzindo a companhia a adotar as melhores práticas do mercado (governança corporativa⁹³), valorizando-a ao máximo, até o ponto em que ela possa fazer uma oferta pública inicial de ações (IPO, do inglês *Initial Public Offering*)⁹⁴. Quando um fundo de investimento consegue fazer com que uma de suas investidas promova um IPO, e passe, a partir de então, a obter os recursos de que necessita via mercado, considera-se que o investimento foi um sucesso. Isso por duas razões. Primeiro, porque a abertura de capital, em regra, vem acompanhada da valorização das ações da companhia, o que consubstancia uma das metas dos fundos de investimento. Segundo, porque liberta a companhia dos altos custos dos empréstimos bancários, abrindo outras vias de captação de recursos, via emissões de novas ações ou via emissão de debêntures no mercado público.

Contudo entre o investimento e a abertura do capital há uma longa jornada, que pode ser dividida em fases, observando-se que cada uma destas fases é alvo de fundos de investimentos distintos. Os fundos de *venture capital* são dedicados a empresas menores, enquanto as empresas mais maduras constituem o alvo dos fundos de *private equity*.

O investimento em renda variável, também chamado de investimento em capital de risco, divide-se em função do estágio de desenvolvimento das companhias-alvo. Investimentos na fase mais inicial são chamados de investimentos em capital semente (*seed capital*), e têm como objetivo investir na estruturação de projetos embrionários. Os

⁹³ Para mais detalhes a respeito de boas práticas de governança corporativa, recomenda-se a leitura do Caderno de Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 15 de dezembro de 2015.

⁹⁴ Oferta pública inicial (usualmente referida como IPO, do inglês *Initial Public Offering*) é um tipo de oferta pública em que as ações de uma sociedade são vendidas ao público pela primeira vez. Através desse processo, a sociedade torna-se uma sociedade de capital aberto.

empreendedores, nesse estágio, precisam de um capital inicial para desenvolver uma ideia inovadora. Um passo à frente, há os fundos que investem em *start-ups*, sociedades que já superaram essa fase embrionária, mas ainda são muito pequenas, embora já operacionais e dotadas de grande potencial de crescimento. A fase seguinte é a da expansão, chamada de empresas em *mid-stage*, momento em que já se tem uma atividade lucrativa e estrutura. Por fim, existem as empresas em fase de desenvolvimento avançado (*late-stage*), também chamadas de *pré-IPO*, aquelas que já contam com faturamentos milionários, embora ainda de capital fechado. Quanto mais cedo o fundo investir, maior serão tanto o retorno financeiro quanto o risco do capital investido. Isso porque, embora nas fases iniciais haja alto índice de mortalidade dos negócios, o fato é que, caso a empresa se consolide no mercado, o fundo conseguirá multiplicar em muitas vezes o capital investido.⁹⁵

Os fundos de *venture capital* dedicam-se aos investimentos em *seed capital*, *start-up*, enquanto os fundos de *private equity* investem em sociedades em *mid-stage* e em fase de *pré-IPO*.⁹⁶

⁹⁵ “*Venture capital (VC) is generally described as short to medium term investments by specialized funds in ‘high-growth, high risk, firms that need equity capital to finance product development’.* VC funds provide firms not only capital and reputation but also managerial advice and intensive monitoring (see Lerner (1995)). However, VC’s managerial involvement decreases over time as firm gain experience and reputation. At some point, for the successful venture, it is more profitable to move away from venture capital financing by going public, switching to straight bank financing, or merging with another firm. In other words, VC financing is temporary form of financing in a firm’s life-cycle and an important aspect of contracting relationship between VC funds and firms is design of the exit mechanism for the fund” (AGHION, BOLTON, & TIROLE, 2000, *Exit Option in corporate finance: liquidity versus incentives*. p. 2). Tradução livre: *Venture capital (VC)* é geralmente descrito como investimentos de curto a médio prazo realizados por fundos especializados “[...] em empresas de alto crescimento e de alto risco, e que precisam de capital para financiar o desenvolvimento de produtos”. Fundos de VC fornecem às empresas não só recursos financeiros e reputação, mas também conselhos de gestão e monitoramento intensivo (ver Lerner (1995)). No entanto, o envolvimento gerencial do VC diminui ao longo do tempo à medida em que a investida ganha experiência e reputação. Em algum momento, caso o empreendimento tenha sucesso, é mais lucrativo se afastar de financiamento por meio de capital de risco e optar por ir a público, ou por financiamento bancário direto, ou ainda por fusão com outra empresa. Em outras palavras, a participação do VC é temporária no ciclo de vida de uma empresa, sendo o desenho do mecanismo de saída do fundo um aspecto importante no relacionamento contratual dos fundos de VC e das empresas.

⁹⁶ Como destaca José Virgílio Lopes Enei: “É necessário, ainda, distinguir os veículos de *venture capital* dos chamados “anjos” (*angels*), que também ocupam esse mesmo nicho de empresas em fase inicial de desenvolvimentos. A distinção reside no fato de que os anjos, em geral pessoas com fortuna própria, agindo isoladamente ou em clubes de investimento, investem seus próprios recursos, enquanto o representante do *venture capital* é, em geral, administrador profissional de um fundo (ou o *general partner* de uma *limited partnership*) que capta recursos de terceiros (investidores institucionais) para aplicá-los em empresas que estejam em fase de desenvolvimento consistente com o seu foco”. Por sua vez, “*Venture capital e private equity* diferenciam-se ainda dos chamados *hedge fund*, que, embora estruturados semelhantemente como fundos ou *limited partnership*, são veículos de investimentos com foco mais flexível, incluindo investimentos em valores mobiliários de companhia de companhias abertas e oportunidades de curto prazo, o que lhes permite oferecer maior liquidez aos seus investidores. O nome *hedge funds* vem justamente dessa maior liquidez e diversificação do seu portfólio, em contraposição ao portfólio de mais longo prazo (e menor liquidez) dos fundos de *ventures capital e private equity*” (ENEI, 2011, *O capital de risco e o private equity no Brasil: a nova lógica do investimento*. In: M. V. Adamek, *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros. p. 727 e 729).

O mercado de fundos de investimento, naturalmente, atua com objetivo de lucro, embora sua atividade, em virtude das múltiplas externalidades positivas, seja dotada de importante função social, pois geradora de empregos, desenvolvimento e tributos. O lucro é, e sempre será, a força motriz desse mercado e de seus investidores, mas, ainda assim, outros interesses devem ser levados em consideração.⁹⁷ Vejamos.

Segundo o Art. 421 do Código Civil, a liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato. Disso decorre a seguinte questão: qual a função socioeconômica⁹⁸ de um contrato de investimento, de um acordo de acionistas, de um contrato de promessa de subscrição de ações?

A função socioeconômica desses contratos é promover os objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil, dentre os quais se destaca, na seara econômica, o de garantir o desenvolvimento nacional (art. 3º, II, da CF). Como já ressaltado no primeiro capítulo desta dissertação, desenvolvimento nacional engloba desenvolvimento econômico e desenvolvimento social. Assim sendo, e repetindo a tese sustentada no Capítulo 1 desta dissertação, conquanto seja verdade que desenvolvimento econômico não gera, necessariamente, desenvolvimento social, pode-se assegurar que a ausência de desenvolvimento econômico provocará, necessariamente, subdesenvolvimento social. Como já destacado, um quadro de recessão, inflação alta e juros elevados será muito mais danoso para a população mais pobre, do que para os mais ricos, na medida em que estes últimos, em razão do seu acúmulo de riquezas, serão mais beneficiados pelos altos juros e terão acesso a instrumentos financeiros sofisticados de proteção contra a inflação; já os mais pobres, que consomem toda a sua renda, ou até mais do que ganham, serão muito mais penalizados pelos altos juros, inflação e recessão.

A proteção da propriedade, contudo, guarda um limite interno, que consiste no pressuposto de que ela atenderá à sua função social (art. 5, XXIII da CF). Pietro Perlingieri define o conceito de limite interno:

⁹⁷ Disso decorre que, “[a] rigor, a função social do contrato deve ser entendida como princípio que, informado pelos princípios constitucionais da dignidade da pessoa humana (art. 1º, III), do valor social da livre iniciativa (art. 1º, IV) – fundamentos da República – e da igualdade substancial (art. 3º, III) e da solidariedade social (art. 3º, I) – objetivos da República – impõe às partes o dever de perseguir, ao lado de seus interesses individuais, a interesses extracontratuais socialmente relevantes, dignos de tutela jurídica, que se relacionam com o contrato ou são por ele atingidos” (TEPEDINO, 2009, p. 149).

⁹⁸ Tal função socioeconômica do contrato é referida por Orlando Gomes nos seguintes termos: “A função econômico-social do contrato foi reconhecida, ultimamente, como a razão determinante de sua proteção jurídica. Sustenta-se que o Direito intervém, tutelando determinado contrato, devido à sua função econômico-social. Em consequência, os contratos que regulam interesses sem utilidade social, fúteis ou improdutivos não merecem proteção jurídica. Merecem-na apenas os que têm função econômico-social reconhecidamente útil” (GOMES, O. *Contratos*, 2002. Rio de Janeiro: Forense. p. 20).

No ordenamento vigente não existe um direito subjetivo – propriedade privada, crédito, usufruto – ilimitado, atribuído no exclusivo interesse do sujeito, a ponto de ser configurado como uma entidade pré-dada, isto é, preexistente ao ordenamento e que deva ser levada em consideração como conceito, ou noção, transmitido de geração em geração. O que há é um interesse juridicamente tutelado, uma situação jurídica que já em si mesma encerra limitações para o titular. Os chamados limites externos, de um ponto de vista lógico, não seguem a existência do princípio (direito subjetivo), mas nascem junto com ele e constituem seu aspecto qualitativo. O ordenamento tutela um interesse somente enquanto atender àquelas razões, também de natureza coletiva, garantidas com a técnica das limitações e dos gravames. Os limites que se definem externos ao direito, na realidade não modificam do exterior o interesse, mas contribuem à identificação da sua essência, da sua função (PERLINGIERI, 2008, p. 681).

Tanto as empresas que se desviam dos padrões socialmente aceitáveis quanto as propriedades improdutivas ou destinadas à especulação imobiliária não atendem ao requisito da função social, pois não geram nem desenvolvimento econômico, nem desenvolvimento social. Logo, a partir de uma interpretação promocional do desenvolvimento econômico e social, não somente a propriedade dessas sociedades, mas também seus contratos não seriam merecedores de tutela.⁹⁹

Com essa diretriz em mente, pode-se sustentar que tanto o lucro dos fundos de investimentos quanto o de qualquer investidor em participação acionária são plenamente legítimos e merecedores de tutela pelo ordenamento. Isso porque, em princípio, o investimento societário injeta oxigênio novo nas artérias da economia, gerando, como dito, empregos, tributos e desenvolvimento econômico e social.

Tutelar o lucro do investidor em participação acionária representa, portanto, um dos pressupostos do desenvolvimento nacional, que é um dos objetivos fundamentais da Constituição.

Visto isso, pergunta-se: quando se dá o lucro dos fundos de investimentos em participação? Fora eventuais dividendos auferidos em função da condição de sócio, a parcela mais substancial do lucro se dá no momento em que esses fundos alienam as ações das companhias investidas por um preço superior ao preço pelo qual as adquiriram.

⁹⁹ Como destaca Gustavo Tepedino, “Desse modo, de acordo com a função que a situação jurídica desempenha, serão definidos os poderes atribuídos ao titular do direito subjetivo e das situações jurídicas subjetivas. Os legítimos interesses individuais dos titulares da atividade econômica só merecerão tutela na medida em que interesses socialmente relevantes, posto que alheios à esfera individual, venham a ser igualmente tutelados. A proteção dos interesses privados justifica-se não apenas como expressão da liberdade individual, mas em virtude da função que desempenha para a promoção de posições jurídicas externas, integrantes da ordem pública contratual. Vincula-se, assim, a proteção dos interesses privados ao atendimento de interesses sociais, a serem promovidos no âmbito da atividade econômica (socialização dos direitos subjetivos)” (TEPEDINO, 2009, p. 151).

Embora essa alienação no mercado bursátil seja o ideal, em razão da liquidez e controles que lhe são inerentes, nem sempre os fundos conseguem elevar as sociedades investidas ao patamar necessário para o IPO. A inviabilidade da abertura do capital, contudo, não significa, necessariamente, prejuízo. Caso as melhorias implementadas na gestão da investida tenham gerado valor, com reflexos positivos em lucratividade e perspectivas, o fundo pode lucrar alienando suas ações para terceiros.¹⁰⁰ Alguns estudos ressaltam, também, a importância da venda para terceiros como mecanismo de liquidez.¹⁰¹

Ressalte-se que os fundos de investimentos, ao adquirirem uma participação minoritária em uma sociedade investida, geralmente pactuam, em paralelo ao acordo de investimento, um acordo de acionistas. Esse acordo de acionistas atribui uma série de direitos, dentre os quais se destacam os mecanismos de saída¹⁰² (também chamados, no mercado, de mecanismos de liquidez). Como escreve José Virgílio Lopes Enei, ao ressaltar o caráter inovador e singular dos acordos de acionistas negociados pelos fundos de *venture capital* e *private equity*: “Com efeito, [...], seus contratos precisam prever “mecanismos de saída”, isto é, cláusulas e disposições que facilitem a liquidação do investimento em condições

¹⁰⁰ “No *venture capital* e no *private equity* investimentos acionários são feitos já com a perspectiva de que precisarão ser liquidados e, portanto, “monetizados” em prazo máximo de 3 a 10 anos, para que o capital originalmente investido e os ganhos dele derivados possam ser devolvidos ao veículo investidor e deste aos investidores no ápice da cadeia financeira. Normalmente, o prazo de tal liquidação coincide com o período de amadurecimento da empresa, necessário a que esta possa acessar o mercado de capitais, por meio de oferta pública inicial de ações (*Initial Public Offering* ou simplesmente IPO). O investimento de *venture capital* ou *private equity* pode, então, ser liquidado por meio de venda da participação acionária correspondente (a parcela secundária), em conjunto com a emissão de novas ações (parcela primária), no processo de oferta pública, com a criação de valor (prêmio) que esse marco usualmente oferece. **Além da alternativa do IPO, a liquidação do investimento pode dar-se pela venda da participação acionária em negociação privada, usualmente em favor de investidor estratégico, que possa extrair sinergias de tal aquisição e tenha um horizonte de mais longo prazo.**” (Grifo nosso) (ENEI, 2011, p. 732 e 733).

¹⁰¹ “While we observe trade-sale rights in a very substantial numbers of cases and with respect to some trade-sale right even in the majority of cases, the usage of IPO rights is much less pronounced. Only in very few transactions have seen the usage of IPO right in the actual contracts. This in line with Bascha and Walz (2001) and Hellmann (2006) who focus on the choices of the exit mode and potential conflicts of interest. Their main argument is that due to the more pronounced asymmetries in non-monetary benefits in the case of a trade sale (most notably there, the entrepreneur loses much of his control benefits) the conflict of interest between the VC and the entrepreneur is more pronounced in the case of a trade sale compared to an IPO. This implies that we should observe significantly more trade sale exit right than IPO exit right” (BIENZ, C & WALZ, U. *Venture Capital Exit Rights*. 2010, p. 24). Tradução livre: Embora se observe a previsão do direito de venda privada em um número muito significativo de casos, tem-se constatado que o uso de IPO é muito menos pronunciado. Só em muito poucas transações tem-se visto o uso efetivo do direito IPO na prática contratual. Essa constatação encontra-se em linha com as conclusões de Bascha e Walz (2001) e Hellmann (2006), que se centram sobre as escolhas dos mecanismos de saída e potenciais conflitos de interesse. Seu principal argumento é que, em razão das assimetrias mais pronunciadas em benefícios não monetários, no caso de uma venda privada (hipótese em que o fundador controlador perde muito de seus benefícios de controle), o conflito de interesses entre a VC e o fundador controlador é mais pronunciada no caso de uma venda privada do que em um IPO. Disso resulta que devemos observar mais saídas via alienação privada do que saídas via IPO.

¹⁰² As expressões “mecanismos de saída” ou “mecanismos de liquidez” são termos usualmente utilizados em operações de mercado de capitais. São mecanismos legais, geralmente previstos em acordos de acionistas, que permitem ao investidor retirar-se da companhia, convertendo sua participação acionária em dinheiro.

financeiramente satisfatórias para os veículos de *venture capital e private equity*” (ENEI, 2011, p. 733).¹⁰³

Como se sabe, os fundos de investimentos em participação têm um prazo de duração limitado no tempo, com um prazo para o investimento, um para a maturação do investimento, e outro para o desinvestimento. Os fundos captam recursos do público investidor em troca de uma promessa de rentabilidade (*benchmark*). Embora essa promessa de rentabilidade seja uma obrigação de meio, e não uma obrigação de resultado, o mercado sobrevive da credibilidade que os investidores têm no gestor do fundo de investimento, e na sua capacidade de gerar valor.

De toda forma, em virtude dessa existência limitada no tempo, durante o prazo de desinvestimento os fundos têm de contar com meios de efetivamente promover o desinvestimento, alienando as ações da companhia investida, e retornando o capital ao investidor.

Os acordos de acionistas confeccionados no momento do investimento preveem diversas formas de desinvestimento (de saída), das quais uma das mais relevantes é a *put option*, que consiste em uma opção de venda compulsória das ações do FIP para o controlador da companhia. Como salienta Gustavo Tepedino, em parecer no qual analisa a ruptura da *afectio societatis* e seus efeitos na *put option*:

[...] para os sócios minoritários, postos em situação de manifesta desvantagem na condução da companhia, a preservação do acordo significa, as mais das vezes, a preservação do próprio investimento, servindo, portanto, de elemento essencial para a expressão do valor social da livre iniciativa (art. 1º, IV, da CF/1988) e do princípio da autonomia privada (art. 140 da CF/1988) (TEPEDINO, 2012, p. 475).¹⁰⁴

Ocorre que, em muitos casos, o controlador não conta com recursos financeiros disponíveis para honrar a opção de venda. Quando esse delicado cenário se apresenta, o acordo de acionistas deve prever outros mecanismos de liquidez, tais como a previsão de opção de venda compulsória forçada das ações do controlador (*drag along*), cláusula *buy or sell*, etc.¹⁰⁵ Caso o fundo opte, por exemplo, por exercer o mais forte dos mecanismos de

¹⁰³ ENEI, J. L. (2011). O capital de risco e o *private equity* no Brasil: a nova lógica do investimento. In: M, V. Adamek. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros. p. 733.

¹⁰⁴ TEPEDINO, G. (2012). SOLUÇÕES PRÁTICAS DE DIREITO - Empresa e Atividade Negocial. V. III. São Paulo: *Revista dos Tribunais*. p. 475.

¹⁰⁵ Estudos demonstram o crescimento vertiginoso no uso de instrumentos de liquidez pelos fundos de investimentos em ações: “*Over time, i.e. over our three periods (first period until 1997, second period 1998-2000 and third period lasting from 2001-2004) our data display a significant increase in the usage of the exit right and hence indicates some signs of learning process. This means starting in a rather new and developing VC market, VCs initially did not employ exit right instruments. Over time, corresponding to the diffusion of*

liquidez, o *drag along*, o FIP procurará no mercado eventual interessado em adquirir a totalidade da empresa. Encontrado o pretendente, o fundo tem o direito não apenas de alienar as suas ações ao pretendente, mas também de obrigar o controlador a alienar as ações do controle, de tal forma que o pretendente adquira 100% da companhia.

Alguém perguntaria: não seria mais simples o fundo alienar suas ações, e permitir que o controlador continuasse com as ações do controle? A resposta é não; pois dificilmente alguém adquiriria uma participação minoritária em uma companhia fechada, sem um acordo de acionistas robusto. Isso porque as ações de uma companhia fechada não têm liquidez. Quem as comprasse ficaria “preso” àquele negócio, sem influência na gestão da companhia, e correria o risco de ter os seus interesses preteridos.¹⁰⁶

Ronald Charles Wolf, ao discorrer sobre a ausência de um verdadeiro mercado de troca no que concerne às companhias fechadas, ressalta que isto acarreta uma série de problemas¹⁰⁷, que poderiam ser evitados com a estipulação de um prévio acordo de acionistas.

knowledge about US contracting design, VCs in the German market seem to have learned about the benefits of contractual design and in particular about the importance of exit right” (BIENZ & WALZ, 2010, p. 15). Tradução livre: Ao longo do tempo, ou seja, ao longo dos três períodos estudados (primeiro período até 1997, segundo e terceiro período de 1998-2000, período que forma 2001-2004) nosso banco de dados mostra um significativo aumento no uso de direito de saída, o que, portanto, indica sinais de um processo de aprendizagem. Isso significa que, a partir de novo e em desenvolvimento mercado VC, os VCs, inicialmente, não empregavam instrumentos adequados de saída. Ao longo do tempo, e com a correspondente difusão de conhecimentos sobre o modelo de contratação americano, os VCs do mercado alemão parecem ter aprendido sobre os benefícios de um projeto contratual e, em particular, sobre a importância do direito de saída.

¹⁰⁶ Sobre a necessidade de o investidor ser dotado de instrumentos de influência na gestão da companhia, os autores Philippe Aghion, Patrick Bolton e Jean Tirole, destacam que “[...] *the role of the active monitor in our model is to reduce the entrepreneur’s private benefits from shirking by supervising her actions. This is modeled by assuming that when the entrepreneur is not monitored her private benefits are B. But when she is actively supervised by an active monitor her private benefits are reduced to $B = b - B$. The interpretation is that by supervising the entrepreneur the active monitor can reduce her scope for diversion of funds*” (AGHION, BOLTON, & TIROLE, *Exit Option in corporate finance: liquidity versus incentives*. 2000, p. 8). Tradução livre: [...] o papel do monitor ativo em nosso modelo é reduzir os possíveis benefícios privados que o controlador pode obter ao se esquivar da supervisão do investidor. Isso é modelado assumindo que quando o controlador não é monitorado, seus benefícios privados são B. Mas quando ele está ativamente supervisionado por um monitor ativo, seus benefícios privados são reduzidos a $B = b - B$. A interpretação é que, supervisionando o empresário, o ativo monitor pode reduzir a margem de desvio de fundos.

¹⁰⁷ “*As there is no public market for the sale of shares, those company form where there are majority owners, without recourse to a share exchange, create a series of problems for the commercial lawyer which are numerous: protection of minority owners, devices for permitting transfers or obligating purchases of equity interests; majority rule and management control unable to be dislodged with severe prejudices for the minority owner if such status abused; inability for an investment to be compensated without special provision addressing this problem through an agreement with the other shareholders, to name some of the more obvious problems*” (WOLF, 2014, p. 5). Tradução livre: Como não existe um mercado público para a venda de ações [de companhias fechadas], aquelas sociedades que contam com um controlador majoritário, sem acesso ao mercado de capitais, criam numerosos problemas para o advogado comercialista, tais como: proteção de acionistas minoritários, mecanismos que permitam transferências ou que obriguem compras de participações societárias; regra de controle majoritário e de gestão impossível de ser modificada, o que acarreta graves problemas para o minoritário no caso de este estar sendo abusado; impossibilidade de um investimento ser compensado sem a estipulação de uma disposição contratual específica para abordar este problema através de um acordo de acionistas, para citar alguns dos problemas mais óbvios.

Assim sendo, a alienação da totalidade da companhia para um terceiro, normalmente um concorrente, que deseje expandir seus negócios por crescimento inorgânico¹⁰⁸, apresenta-se como o drástico e necessário remédio para o impasse.

Como se verá mais adiante, a dificuldade do *drag along* situa-se na sua operacionalização diante da hipótese de inadimplemento do controlador em honrar a obrigação assumida, caso em que o caminho inevitável seria o Poder Judiciário.

Essa querela, assim, refluiria, direta ou indiretamente¹⁰⁹, para a justiça estatal, que, como se sabe, tem uma dinâmica temporal de julgamento incompatível com o mundo dos negócios, especialmente no caso dos fundos de *private equity*, os quais se submetem a rígidos prazos contratuais para promover o desinvestimento.¹¹⁰

De outro lado, tendo em vista a função social implícita ao mercado de fundos de investimento em participação, geradora, como visto, de múltiplas externalidades positivas, impõe-se à doutrina refletir sobre essas questões, criando soluções eficazes para o problema do desinvestimento.¹¹¹

¹⁰⁸ Definição de Crescimento inorgânico: “É a expansão de um negócio obtida através de operações de concentração como fusões e aquisições. Em alguns setores específicos, este crescimento pode por vezes acontecer devido a diretivas legais. Tipicamente, o crescimento inorgânico inclui o impacto de alterações cambiais e o desempenho de economias estrangeiras. Em oposição ao crescimento orgânico, este tipo de expansão é grandemente afetado por fatores exógenos (externos). Permite às empresas atingirem de forma rápida dimensões que levariam mais tempo a atingir crescendo naturalmente” (Intelect, 2015).

¹⁰⁹ Note-se que, mesmo na hipótese em que haja cláusula de arbitragem, os atos executivos, como a transferência compulsória das ações, dependeriam de uma ordem judicial determinando a transferência.

¹¹⁰ Como salienta Rafael de Almeida Rosa Andrade, “[...] ultrapassado o período de maturação mencionado acima, a alienação da participação na empresa investida (ou saída do investimento, no jargão do mercado) passa a ser condição necessária para que o fundo possa transformar sua participação acionária em dinheiro e devolvê-lo aos investidores, finalizando o ciclo do investimento. Daí se dizer que, tendo em vista o curto horizonte de investimento, o mecanismo de saída é um dos aspectos mais sensíveis no processo de estruturação do investimento a ser feito por um fundo de PE/VC (SAHLMANN, 1990 e GOMPERS e LERNER, 2004). Ribeiro e Almeida (2005, p. 55) nesse mesmo sentido observam que: para realizar retornos financeiros, as empresas [...] precisam revender a participação que detêm nas empresas investidas. Essa etapa, mesmo quando não é lucrativa, chama-se saída (*exit*) e é ‘fundamental nesse ramo de negócio [...] a oportunidade de realização de saídas, que cubram o custo de oportunidade dos recursos empregados, é condição necessária para a existência do capital de risco’ (ANDRADE, R. R. (2012). Considerações teóricas sobre a potestividade da cláusula de *drag along*. In: V. M. PRADO & L. U. CARMO. *Estudos Empíricos sobre temas de direito societário*. São Paulo: Saraiva. p. 24).

¹¹¹ Como destaca Paulius Miliauska, em seu artigo “*Shareholder’s agreement as a tool to mitigate corporate conflicts of interests*”, o acordo de acionistas tem por função mitigar conflitos societários: “*Despite the fact that various legal means and strategies to solve agency problems between different corporate players are being discussed by legal scholars, little attention has been devoted to the analysis of shareholder’s agreements as a tool to mitigate conflicts of interesting public traded companies [...] Shareholders cannot rely solely on the legal rules and standards set by the legislator (including the default rules). In order to protect their rights and avoid conflicts of interests they have to be able to rely on contractual means as well.*” (MILIAUSKAS, *Social Science Research Network (SSRN)*. 2012, p. 110). Tradução livre: Apesar do fato de que vários meios e estratégias legais para resolver os problemas de agência entre diferentes atores corporativos estarem sendo discutidos pelos juristas, pouca atenção tem sido dedicada à análise dos acordos de acionistas como uma ferramenta para mitigar conflitos de interesses em companhias abertas [...] os acionistas não podem depender exclusivamente das normas legais e padrões estabelecidos pelo legislador (incluindo as regras padrão). A fim de proteger os seus direitos e evitar os conflitos de interesses, eles têm de confiar também nos mecanismos contratuais.

O presente capítulo tem por objetivo, assim, analisar os diversos mecanismos de liquidez utilizados pelo mercado, apresentando suas vantagens, desvantagens e riscos. No próximo capítulo, será apresentada uma proposta de solução inovadora para esse problema, dotada de maior eficiência em termos de tempo do processo.

2.2 Do conceito de mecanismo de liquidez e sua importância

Liquidez consubstancia a aptidão de que é dotado um bem para a sua conversibilidade em dinheiro. Quanto mais fácil e rápida for essa conversibilidade, mais líquido será o bem.

Em regra, uma ação listada na bolsa de valores consubstancia um bem extremamente líquido, na medida em que se mostra fácil a sua alienação. Um castelo no interior da França, por seu turno, apresenta-se como um bem de baixa liquidez, uma vez que, em regra, poucos são os interessados em bens dessa natureza, o que dificulta a sua conversibilidade em pecúnia.

Quando se adquire uma participação acionária em uma companhia de capital fechado, especialmente em se tratando de uma posição minoritária, o adquirente tem de estar ciente de que está adquirindo um bem de reduzida liquidez. Assim, caso algum acionista deseje retirar-se da sociedade de que participa, seja por que motivo for, poderá se deparar com dificuldades de toda ordem. Note-se, portanto, que embora em tese as ações sejam bens plenamente transferíveis, na prática, essa transferibilidade pode não se mostrar factível.

O desejo de se retirar de uma sociedade pode decorrer de variados motivos, tais como: desavenças com os demais sócios, necessidade ou oportunidade de adquirir outro bem ou investir em outro negócio, ou ainda resultar da morte do sócio original e do desinteresse ou impossibilidade de os herdeiros continuarem como sócios, etc.

Diante de falta de alternativas para o problema da liquidez, o caminho tem sido a dissolução parcial da sociedade, a qual, como já mencionado, envolve grandes controvérsias.

Nesse contexto, destaca-se a importância da estipulação de mecanismos de liquidez sempre que se adquirir uma participação acionária em companhias de capital fechado ou de capital aberto com reduzida liquidez e dispersão. E a sede mais apropriada para a estipulação de mecanismos de liquidez tem sido, por excelência, o acordo de acionistas.

Quando se fala em acordos de acionistas, mostra-se natural imaginar sócios de grandes corporações. Na verdade, tanto as grandes como as médias e pequenas companhias podem celebrar acordos de acionistas. Segundo Ronald Charles Wolf, alguns estudos demonstram que os acordos de acionistas são até mais usuais nas companhias fechadas do que nas abertas.¹¹²

¹¹²"This dissertation is primarily directed towards the practitioners who counsel close corporation although the theory of shareholder's agreement is the same for a publicly listed company as it is for a private corporation, except that the nature of a public corporation imposes too many limitations on the shareholder's agreements to make it sensible relevant document in such a setting. It has been noted that U.S. public companies seldom contain blocks of share-holders who have recourse to the shareholder's agreements and the question is raised:

Nada obstante, mostra-se recomendável, especialmente nas sociedades de capital fechado¹¹³, que o investidor sempre pactue um acordo de acionistas prevendo mecanismos de liquidez para a eventualidade de desejar sair da sociedade.¹¹⁴ Essa previsão afigura-se

why? No specific rules prohibit their use (Venturozzo, 2013). It cannot be definitely stated this is the fact, without recourse to statistical studies not part of this exposition but valid assumptions can be made why it would not make sense for publicly listed companies to be composed of blocks of shareholders operating of shareholder control. One argument advanced against the use of shareholders' agreements in publicly listed companies is the diffuse nature of ownership of share. With millions of shareholders, constituting a significant block of owners for mounting a united vote would require an enormous effort on the part of any one shareholder. It is thus not cost efficient. If an investor is disenchanted with management, the less costly route is to sell. The second hypothesis is that in many publicly listed companies, the existences of significant block are held by institutional investor who do not want to be fettered in advance. These institutional investors, often large pension funds, wish to be free to disinvest, vote as their interests require, in short, to be entirely free from any future obligations. Another hypothesis has to do with legal remedies. In U.S.A., in contrast to civil law jurisdiction, the protection of minority shareholders is highly developed. Therefore, the economic cost of another shareholder seeking out other shareholders is too high when the law affords considerable resource for alleged wrongs to anyone shareholder, particularly when we consider the availability of class actions” (WOLF, 2014, p. 81). Tradução livre: Esta dissertação é direcionada principalmente para os profissionais que assessoram companhias fechadas, embora a teoria do acordo de acionistas seja a mesma para companhias abertas, com exceção de que a natureza de uma companhia aberta impõe muitas limitações ao teor dos acordos do acionista para torná-lo documento relevante em tal contexto. Tem-se observado que as companhias abertas americanas raramente contêm blocos de acionistas que recorrem a acordos do acionista e a questão levantada é: por quê? Não há regras específicas a proibir a sua utilização (Venturozzo, 2013). Isto não pode ser definitivamente estabelecido sem recorrer a estudos estatísticos, que não fazem parte desta exposição; mas suposições válidas podem ser feitas: por que não faria sentido para as companhias abertas compostas por blocos de controle atuar sobre um controle comum. Um argumento contra o uso de acordos de acionistas em companhias abertas é a natureza difusa da titularidade das ações. Com milhões de acionistas, a constituição de um bloco significativo de acionistas exigiria um enorme esforço. Isto não seria rentável. Se um investidor está descontente com a gestão, a via menos dispendiosa é vender sua participação. A segunda hipótese é que em muitas sociedades de capital aberto, o bloco de controle é detido por investidores institucionais que não querem ficar vinculados antecipadamente. Esses investidores institucionais, muitas vezes grandes fundos de pensão, desejam ser livres para desinvestir, votar de acordo com os seus interesses, em suma, para serem totalmente livres de quaisquer obrigações futuras. Outra hipótese tem a ver com medidas legais. Nos EUA, em contraste com a jurisdição de direito civil, a proteção dos acionistas minoritários é altamente desenvolvida. Portanto, o custo econômico de um acionista procurar outros acionistas é muito alto quando a lei permite recurso considerável para alegados danos a qualquer um acionista, especialmente quando consideramos a possibilidade de ações coletivas.

¹¹³ Mesmo para investimentos em sociedades do tipo limitadas, inclusive as de pequeno porte, afigura-se recomendável a contratação de um acordo de quotistas, que, em essência, segue a mesma lógica dos acordos de acionistas das sociedades anônimas fechadas de pequeno porte. (Nesse sentido, conferir Eduardo Augusto Franklin Rocha (2011)

¹¹⁴ O texto abaixo responde à seguinte pergunta formulada por Ronald Charles Wolf: “Por que estudar os acordos de acionistas?” *“The overwhelming majority of business and commercial transactions, locally and internationally, are done by the small and medium enterprises, and within this group, a significant portion are family concerns. [...] The formation of the company is invariably preceded by or is coincident with the execution of a shareholder’s agreement. This is the reality of the law practice and the norm demanded by the clients. Thus the business demands of the clients require counsel to dominate the area of law occupied by a shareholder’s agreement, which, as might be expected, is not confined to one area of the law but several: contract, corporation, corporate finance, equity and judicial remedies. The material is therefore difficult and the primary task of this treatise shall be to communicate in a clear and simple discourse the underlying principles. (WOLF, 2014, p. 1). Tradução livre: A esmagadora maioria das transações comerciais e empresariais, locais ou internacionalmente, é feita por sociedades pequenas e médias, e dentro deste grupo, uma parcela significativa é constituída de sociedades familiares. [...] A formação da empresa é invariavelmente precedida da elaboração de um acordo de acionistas, ou é coincidente com esta. Tal é a realidade exigida pelos clientes. Assim, as demandas de negócios dos clientes exigem uma consultoria jurídica que domine, naturalmente, o tema acordo de acionistas, mas que não se limite a uma área do conhecimento, mas sim a várias, tais como: contratos, empresarial, finanças*

importante tanto para a liquidez do investimento quanto para a saúde financeira da sociedade investida, uma vez que, como visto, a dissolução parcial da sociedade envolve desembolso de caixa que pode, eventualmente, abalar financeiramente a empresa.

2.3 Mecanismos de liquidez em espécie

2.3.1 Opção de venda de ações (*put option*)

2.3.1.1 Definição

Um dos mecanismos de liquidez mais usuais no mercado dos fundos de investimento é a opção de venda de ações (*put option*). Através dessa disposição contratual¹¹⁵, umas das partes do acordo de acionistas obriga-se a adquirir as ações da outra dentro de certo prazo ou desde que atendidas determinadas condições.¹¹⁶

Entretanto, embora uma das partes, caso a opção seja exercida, esteja obrigada a comprar as ações da outra, o titular da opção não está obrigado a exercer essa opção de venda, cabendo a ele, e somente a ele, decidir se irá ou não exercê-la.¹¹⁷ Trata-se, assim, de um contrato unilateral, na medida em que gera obrigações somente para aquele que está obrigado a comprar, razão pela qual se afirma que o comprador se encontra em uma posição de sujeição perante o titular da opção. Uma das partes dispõe, portanto, da faculdade de completar a formação do contrato mediante simples notificação, manifestando sua vontade de vender.

¹¹⁵ Cabe salientar, preliminarmente, que se está em sede de contratos de opções pactuados privadamente no bojo de um acordo de acionistas. Logo, a opção aqui analisada não se inclui no conceito de valores mobiliários. Consoante os ensinamentos de *Ary Oswaldo Mattos Filho*, valores mobiliários pressupõem acesso à *poupança popular*, pressuposto este inexistente nas hipóteses que serão analisadas ao longo desse estudo: “Em resumo, o conceito de valor mobiliário deve constar de lei. A razão de sua existência é estabelecer regras para que os empreendedores possam acessar a poupança do público, de sorte que somente possa ocorrer o exercício do poder de polícia da CVM quando os valores mobiliários, previstos em lei, forem objeto de oferta pública, a qual, como já acima apontado, também é caracterizada e definida em lei. Isso significa que ofertas privadas – ou mesmo ofertas públicas que não sejam feitas com valores mobiliários previstos em lei – escapam ao campo da competência regulatória da Comissão”(MATTOS FILHO, A. O. (2015) Valores Mobiliários. In: Fábio Ulhoa Coelho, Tratado de Direito Comercial (Vol. 3). São Paulo: Saraiva. P. 15) .

¹¹⁶ A opção de venda compulsória de ações pode ser utilizada para diversas finalidades, tais como a) fins de desinvestimento; b) fins de punição por violação do acordo de acionistas; c) o caso de algum dos membros do acordo ser diluído (para menos de 10%, por exemplo); d) opção de venda a R\$ 1,00 (um real) para saída imediata da companhia (instituições que apoiam empresas via participação acionária e dívida valem-se dessa opção para se desfazer da participação acionária, e preservar o direito de voto na assembleia-geral de credores, caso a empresa entre em recuperação judicial (art. 43, da Lei nº 11.101/05); e) opção de venda por decurso de prazo, etc.

¹¹⁷ “Se atendemos a que à pessoa é dado o poder, às vezes, de influir na esfera jurídica de outrem, adquirindo, modificando ou extinguindo direitos, pretensões, ações e exceções, ressalta a existência de direitos formativos, que são espécies de direitos potestativos. Tais direitos se exercem por ato unilateral do titular, ou seja por declaração unilateral de vontade ao interessado, ou a alguma autoridade, ou seja por simples manifestação unilateral de vontade, ou seja por meio de ação [...] As classes principais são a dos direitos formativos geradores, constitutivos ou credores, a dos direitos formativos modificativos e a dos direitos formativos extintivos. [...] Nos direitos formativos geradores ou constitutivos estão incluídos os direitos de apropriação, que são os de adquirir o domínio ou outro direito real, pelo exercício deles. O direito de opção também é direito formativo constitutivo, que se não há de construir como compra e venda sob condição *si voluero*. Também a favor do destinatário da oferta revogável ou irrevogável nasce direito formativo gerador: mediante o seu exercício, compõe-se o negócio jurídico bilateral. Outrossim, o poder de preencher o documento em branco.” (MIRANDA, P. *Tratado de direito privado* (2. ed.). Rio de Janeiro: Borsoi 1955. p. 242).

Em relação a outro tipo de opção de compra, que se assemelha, porém, em essência à opção em análise, o francês Henri Hovasse entende que ocorre aumento de capital com subscrição condicional em todos os casos em que a obrigação da emissora é desde logo assumida, enquanto a obrigação de subscrever permanece livre e entregue, durante o prazo estabelecido, à livre decisão do beneficiário. Essa condição ocorre sempre que a sociedade emite bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou opção de compra de ações.¹¹⁸

Como se pode perceber, a decisão de exercer ou não o direito conferido pela opção enquadra-se no conceito de cláusula simplesmente potestativa, plenamente válida e tutelada pelo ordenamento jurídico. É o que esclarece Pietro Perlingieri:

O chamado direito potestativo, dito também direito discricionário ou poder formativo, representa uma situação subjetiva, cujo exercício determina uma vicissitude de uma relação jurídica: o titular do chamado poder formativo pode unilateralmente constituir, modificar ou extinguir uma situação subjetiva, apesar disso implicar uma interferência na esfera jurídica de outro sujeito, impossibilitado de evitar, em termos jurídicos, o exercício do poder. [...] A doutrina do chamado direito potestativo tem o mérito de ter evidenciado que, em mais de uma ocasião, um sujeito é titular de um poder ou direito que, exercido, produz efeitos não somente na esfera de quem o exerce, mas também naquela de outros que nada podem fazer para neutralizá-los (PERLINGIERI, 2007, p. 123 e 125).¹¹⁹

Ao reverso da opção de venda de ações (*put option*), existe ainda a opção de compra das ações (*call option*), que consiste no direito de comprar as ações da outra parte do acordo, desde que atendidos certos pressupostos e condições. Enquanto a opção de venda

118 “*Les augmentations de capital à souscription conditionnelle sont des opérations par lesquelles une société promet d’émettre des actions ou des certificats d’investissement à un prix déterminé tandis que le bénéficiaire des promesses d’émission demeure libre de souscrire. [...] Les augmentations de capital à souscription conditionnelle sont ainsi qualifiées par emprunt au vocabulaire financier qui oppose les opérations conditionnelles aux opérations fermes. Par ce qualificatif, on entend marquer l’incertitude qui affecte la réalisations des opérations fermes qu’elles préparent. Mais cette qualification est juridiquement inexacte. En effet, l’incertitude ne procede pas de ce que les augmentations de capital sont effectuées sous une conditio au sens des articles 1168 et suivants du Code civil. Elles reposent, em réalité, sur des promesses unilatérales d’émission de titres à souscrire. La société s’est engagée ferme alors que les bénéficiaires de ces promesses n’ont pas donné leur consentement et demeurent libres de le donner*” (HOVASSE, H. (1988). *Les augmentations de capital a souscription conditionnelle*. Paris: Economica. p. 5). Tradução livre: Os aumentos de capital com subscrição condicional são operações através das quais uma sociedade promete emitir ações ou certificados de investimento a um preço determinado, enquanto o beneficiário das promessas de emissão permanece livre para subscrever [...] Os aumentos de capital com subscrição condicional são assim qualificados por empréstimo de vocabulário financeiro que opõe as operações condicionais às operações firmes. Através desse qualificativo, ressalta-se a incerteza que afeta a realização da operação firme que ela prepara. Mas essa qualificação é juridicamente inexata. Com efeito, a incerteza não procede do fato de que os aumentos de capital são efetuados sob condição, no sentido dos artigos 1.168 e ss do Código Civil [francês]. Ela repousa, na realidade, sobre as promessas unilaterais de emissão de título a subscrever. A sociedade se obriga firmemente, enquanto os beneficiários dessas promessas não dão o seu consentimento e permanecem livres para dá-los, se quiserem).

119 PERLINGIERI, P. *Perfis do direito civil: introdução ao direito civil constitucional*. (3. ed). M. C. Cicco Trad.). Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 123 e 125.

consubstancia um mecanismo de liquidez, a opção de compra consubstancia um mecanismo de tomada do controle ou de expulsão de acionistas minoritários inconvenientes. Embora dotados de finalidades diversas, tais mecanismos atuam procedimentalmente de forma similar, razão pela qual merecem ser tratados de forma simultânea. Como aponta Gustavo Tepedino, em parecer que analisa o abuso do direito e o exercício de *call option*:

No direito brasileiro, ao contrário dos direitos subjetivos, como o direito de crédito, em que ao titular do direito corresponde um dever jurídico a uma prestação determinada, sem a qual o direito não se torna eficaz, o direito potestativo é unilateralmente atribuído ao seu titular, isto é, independe de conduta de outrem. O titular do direito potestativo exerce o seu poder jurídico de maneira unilateral, sendo o responsável único pelas consequências jurídicas de sua atuação. Sendo incontroversa a natureza do *call option* pactuado pelas partes como um direito potestativo, o seu exercício independe de qualquer prestação ou ato de vontade por parte de um devedor, não sendo necessária, por isto mesmo, para a sua consecução, a concorrência dos demais acionistas, ou C. O exercício de uma *call option* não equivale ao exercício de uma alienação qualquer, negócio bilateral para cuja concretização seria indispensável, obviamente, o concurso de vontades de todos os interessados e uma valoração, a estes atribuídas, quanto à conveniência ou legalidade da transferência de ações. No caso concreto, ao contrário, este ato é imputável exclusivamente ao titular do direito potestativo, no caso a X. (TEPEDINO, 2012, p. 363).

Não se deve confundir também a opção de venda de ações com a promessa de compra e venda de ações, que igualmente pode ser prevista em acordo de acionistas. A diferença nodal entre uma situação e outra consiste em que, enquanto a promessa de compra e venda consubstancia um contrato bilateral, a opção enquadra-se no conceito de contrato unilateral.¹²⁰

No contrato de promessa de compra e venda, atendidas as condições estipuladas, uma parte está obrigada a vender, e a outra está obrigada a comprar. Na opção de venda, por seu turno, o titular da opção tem a faculdade de vender ou não, enquanto o que o sujeito passivo da relação está obrigado a comprar caso o titular da opção a exerça.

Como ressalta Nelson Eizirik (2011, p. 713), a promessa de compra e venda “constitui contrato preliminar, mediante o qual uma das partes obriga-se a vender suas ações à outra, que

¹²⁰ Antes de prosseguir, convém relembrar os conceitos de contrato bilateral e contrato unilateral: “Considerado sob o aspecto de sua formação, todo contrato é negócio jurídico bilateral, já que a sua constituição requer a declaração de vontade das pessoas que dele participam, de uma e de outra parte. Encarados do ângulo de seus efeitos, subdividem-se em bilaterais e unilaterais, conforme gerem obrigações para ambos os contratantes ou para um deles somente. Não se pode confundir, portanto, a bilateralidade como elemento constitutivo (bilateralidade de manifestação de vontade) com a bilateralidade das consequências produzidas. O receio de perturbar as noções leva mesmo alguns juristas a repudiarem a ideia de contrato unilateral. Outros evitam o emprego dos adjetivos *bilaterais e unilaterais*, preferindo mencionar a categoria dos *contratos com prestações correspectivas* e a outra dos *contratos com prestação a cargo de uma só parte*, atitude que, deliberadamente e pela mesma razão, adotou o novo Código Civil italiano” (PEREIRA, 2003 v. III, p. 66).

por sua vez obriga-se a comprá-las, por preço determinado ou determinável”.¹²¹ Na opção de venda, o comprador obriga-se a comprar, caso o vendedor decida alienar, mas a decisão de alienar cabe apenas e tão somente ao titular da opção.

Uma questão que perpassa a maioria das cláusulas sobre opção de venda conjunta forçada (*drag along*), opção de venda compulsória (*put option*) e opção de compra compulsória (*call option*), etc. é a da potestatividade: seriam estas cláusulas puramente ou simplesmente potestativas? Da resposta a essa questão decorreria a licitude ou ilicitude da estipulação contratual, sem embargo do controle de merecimento de tutela do negócio em concreto.¹²²

Em entrevista com advogados atuantes no setor, Rafael Andrade (2012, p. 20) observa que esta é uma preocupação recorrente.¹²³ O risco estaria em o Judiciário entender que o exercício desses direitos consubstanciaria condição puramente potestativa, o que atrairia a consequência da nulidade nos termos do art. 122 do Código Civil.

Luiz Otávio Cunha, em estudo sobre o abuso do direito no mercado de fundos de investimentos em participação acionária, ilustra: “Imaginem a hipótese de a empresa se tornar próspera, lucrativa e com o crescimento de longo prazo plausível, mas que terá que ser transferida em virtude do *drag along*, mesmo em prejuízo para a maioria dos acionistas”. A partir desse cenário, o autor indaga: “Não será tal pacto caracterizado como uma verdadeira condição potestativa pura, vedada pelo Código Civil, na medida em que uma das partes se submete ao exercício arbitrário de outra?” (CUNHA, 2015).¹²⁴

Adiante-se, desde logo, que a conclusão será no sentido de que tais cláusulas não se enquadram no conceito de condição puramente potestativa, mas sim no conceito de condição simplesmente potestativa, sendo, portanto, plenamente válida. Para sustentar esta posição, vale mencionar a opinião de importantes civilistas a respeito do tema.

Como preliminar, cabe observar que o Código Civil brasileiro de 2002, ao tratar da chamada cláusula simplesmente potestativa, ressalta sua licitude ao estabelecer que são lícitas,

¹²¹ EIZIRIK, N. (2011). *A Lei das S/A Comentada*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil. p. 713.

¹²² “O direito potestativo exprime o máximo grau de tutela: o exercício do poder discricionário produz não somente na esfera do titular, mas também naquela de outros sujeitos que nada podem fazer para neutralizá-los. A atribuição a um sujeito de tal poder deve por isso ter uma razão justificadora merecedora de tutela, a qual deve ser individualizada no âmbito de outras e mais amplas situações subjetivas das quais o direito potestativo é parte integrante. Os poderes formativos são atribuídos a um sujeito por vezes na qualidade de condômino, outras vezes de credor, outras ainda, de sócio e assim por diante, de modo que a sua disciplina não é unitária, mas depende da situação à qual acedem” (PERLINGIERI, 2008, p. 688).

¹²³ ANDRADE, R. R. (2012). Considerações teóricas sobre a potestividade da cláusula de *drag along*. In: V. M. PRADO, & L. U. CARMO, *Estudos Empíricos sobre temas de direito societário* (p. 19-54). São Paulo: Saraiva.

¹²⁴ CUNHA, L. (2015). *Private Equity e abuso de direito*.

em geral, todas as condições não contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes; entre as condições defesas se incluem as que privarem de todo efeito o negócio jurídico, ou o sujeitarem ao puro arbítrio de uma das partes (art. 122 do CC).

Como se depreende do dispositivo, a potestatividade, em si mesma, não está vedada; ao contrário, o que é vedado pelo art. 122 do Código Civil é a cláusula que sujeite uma das partes da relação contratual ao “puro” arbítrio da outra parte. O adjetivo puro, portanto, qualifica a potestatividade, restringindo a ilicitude aos casos em que se estiver diante do “puro” arbítrio. Os demais casos de arbítrio são, portanto, lícitos. Embora a palavra “arbítrio” traga em si mesma uma conotação negativa, deve-se analisá-la de forma técnica, traçando a distinção entre condições puramente potestativas e condições simplesmente potestativas.

Consigne-se, de plano, que é pacífica na doutrina a distinção entre cláusulas puramente potestativas e simplesmente potestativas (PEREIRA, 2004, v. I, p. 574); (MIRANDA P. d., 1955, (2. ed.), p. 155-163); (TEPEDINO, BARBOZA, & BODIN DE MORAES, 2004, v. I, p. 122).

Embora sutil a distinção, Caio Mário Pereira destaca que na condição potestativa pura “não há, com efeito, emissão válida de vontade, e a rigor não há mesmo emissão nenhuma, desde que fique o negócio na dependência de lhe atribuir ou não o interessado qualquer eficácia”.¹²⁵

Na mesma esteira, Zeno Veloso destaca que, no caso de uma obrigação puramente potestativa, não há verdadeira formação de um vínculo obrigacional. Assevera o autor que “quem diz que fará isto ou aquilo, ou deixará de fazer, ‘se quiser’, ‘se achar conveniente’, não está assumindo, verdadeiramente, qualquer obrigação, nem pretendendo celebrar negócio eficaz” (VELOSO, 1997, p. 26).¹²⁶

¹²⁵ “A lei destaca dentre as condições que invalidam o negócio aquela que o sujeita ao arbítrio exclusivo de uma das partes (art. 122). É a chamada condição potestativa pura, que põe todo o efeito da declaração de vontade na dependência do exclusivo daquele a quem o negócio interessa: o *si volam*, ou o *si volueris*, dos exemplos clássicos (“dar-te-ei 100 se eu quiser” ou “dar-me-ás 100 se quiseres”), é uma cláusula que nega o próprio negócio. Não há, com efeito, emissão válida de vontade, e a rigor não há mesmo emissão nenhuma, desde que fique o negócio na dependência de lhe atribuir ou não o interessado qualquer eficácia. Tem o mesmo sentido e o mesmo efeito frustratório, podendo ser capitulada como condição potestativa pura, a indeterminação potestativa da prestação, por ver que, neste caso, a potestatividade do negócio se desloca da sua realização para a estimativa da *res debita*, equivalendo nos seus efeitos ao *si volam*. Ao inquinar a lei de nulidade o contrato de compra e venda, quando se deixar ao arbítrio exclusivo de uma das partes a taxaço do preço (Código Civil, art. 489), está coibindo uma declaração de vontade, que é espécie do gênero “condição potestativa pura”, pois dizer o agente que paga *quantum volam* é apenas a especificidade do *si volam*. Na verdade, “pagarei quanto quiser” é o mesmo que “pagarei se quiser”, pois o arbítrio do devedor poderá restringir a soma devida a proporções tão irrisórias que a solução da obrigação ficaria no limite do quase nada (*sestertionummo uno*)” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil - Introdução ao Direito Civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 574).

¹²⁶ VELOSO, Z. (1997). *Condição, Termo e Encargo*. São Paulo: Malheiros. p. 26.

Interessante consideração é desenvolvida por Vicente Ráo ao destacar a questão do “interesse atual de se obrigar”. Pontua o jurista o fato de que os negócios contraídos sob condição puramente potestativa são inválidos por faltar, “a quem contrai, a vontade atual de se obrigar e, conseqüentemente, por ausência de vínculo de direito” (RÁO, 1994, p. 325).¹²⁷

Mencione-se ainda Spencer Vampré, que fundamenta a nulidade das cláusulas puramente potestativas na ausência de “vínculo de direito”. Como assevera o mestre: “as cláusulas ‘farei se quiser’, caracterizam antes propostas de obrigação futura do que obrigações”. Ou seja, “não há uma obrigação contra ti, dependente de tua vontade, porque não há um vínculo de direito, pelo qual sejas necessariamente obrigado” (VAMPRÉ, 1917, p. 86).¹²⁸

Por fim, cabe referir ainda a posição de Orlando Gomes, segundo o qual não é potestativa pura a cláusula que coloca a eficácia da obrigação sujeita à vontade da parte, mas em função de algum interesse legítimo e relevante.¹²⁹

A distinção entre cláusulas puramente potestativas e simplesmente potestativas apresenta-se também amplamente aceita pela jurisprudência. O Superior Tribunal de Justiça já decidiu que “Inexiste, pois, proibição a que a eficácia do ato esteja condicionada a acontecimento futuro, cuja realização dependa do devedor ou possa ser por ele obstada”.

Como apontam os ministros da Corte, “defesa é a condição meramente potestativa, correspondente à fórmula ‘*si volam*’, que retira a seriedade do ato, por inadmissível que alguém queira, simultaneamente, obrigar-se e reservar-se o direito de não se obrigar”.¹³⁰

Compreendido o entendimento da doutrina e da jurisprudência a respeito do instituto das condições potestativas, constata-se que os mecanismos de liquidez não consubstanciam cláusulas puramente potestativas.

¹²⁷ RÁO, V. (1994). Ato Jurídico: noção, pressupostos, elementos essenciais e acidentais, o problema do conflito entre os elementos volitivos e a declaração. São Paulo: *Revista dos Tribunais*. p. 325.

¹²⁸ VAMPRÉ, S. (1917). *Código Civil Brasileiro*. São Paulo: Livraria e Oficinas Magalhães.

¹²⁹ “Não é potestativa pura (ilícita) a cláusula que coloca a eficácia da obrigação sujeita à vontade da parte, mas em função de um interesse relevante, como na locação, em que se deixa a critério do locatário prorrogar ou não o contrato, mediante aviso prévio antes do vencimento. Não haverá, *in casu*, um mero capricho do inquilino, pois é evidente que são os interesses próprios de quem usa o prédio locado que definirão sua manifestação de vontade unilateral. Além disso, o inquilino se sujeitará à contraprestação a que o senhorio de antemão se vinculou aceitando, de início, a possibilidade de prorrogação. O equilíbrio dos interesses continuará a existir, portanto, embora, num determinado momento, a sorte do negócio jurídico tenha ficado na exclusiva dependência da vontade de um só dos contratantes” (GOMES, O. *Introdução ao Direito Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 392).

¹³⁰ (STJ, 3ª Turma. Resp. 20.982, Rel. Min. Dias Trindade, julg. 10.11.1992, publ. DJ 22.03.1993).

2.3.1.2 Momento formativo do contrato de opção de venda compulsória de ações

Diverge a doutrina a respeito da qualificação jurídica da opção de venda compulsória de ações. Já haveria um contrato plenamente formado nesse caso, ou estar-se-ia ainda na fase do pré-contrato ou contrato preliminar? Ou ainda, a opção seria uma proposta de contrato, que ficaria à espera de aceitação?

Entende-se que, tecnicamente, ao estipular uma cláusula contratual prevendo uma opção de venda compulsória de ações, a parte que assumiu o ônus de comprar as ações está, em essência, fazendo uma “proposta de compra” nos termos do art. 427¹³¹ do CC. Tal “proposta de compra” é, como se sabe, o elemento inicial no processo de formação do contrato. Atendidas eventuais outras condições previstas na cláusula, essa proposta fica em aberto pelo prazo previsto no contrato, cabendo ao titular do direito de opção exercer este direito de venda compulsória das ações, mediante simples notificação de “aceitação”¹³² da proposta.

Assim sendo, assevera Carlos Augusto da Silveira Lobo (2009) que “a execução específica de uma opção de compra e venda não consiste em celebrar um contrato definitivo de compra e venda, pois o contrato já se consumou pelo exercício da opção”.¹³³ Bastará executar o contrato mediante a transferência das ações nos livros da sociedade ou nos livros instituição depositária (Lei 6.404/76, art. 31, §§1º, 2º e 3º, e art. 35, §1º) e pagar o preço.

Nessa mesma linha, tem-se ainda Nelson Eizirik, segundo o qual “o contrato se consuma mediante o exercício da opção e se executa mediante a realização das prestações: transferência das ações e pagamento do preço” (EIZIRIK, 2011, p. 713).

¹³¹ Código Civil - Art. 427. A proposta de contrato obriga o proponente, se o contrário não resultar dos termos dela, da natureza do negócio, ou das circunstâncias do caso.

¹³² Ao discorrer sobre a formação dos contratos, a doutrina vem destacando que: “Ao estabelecer que a proposta é obrigatória, o art. 427 determina que a declaração de vontade no sentido da celebração de um contrato, feita com seriedade e de forma completa – dela já constando os elementos necessários à criação da relação contratual por simples ato de aceitação da outra parte (o oblato) -, vincula o proponente (também denominado policitante), desde que não tenha sido previsto o direito de arrependimento” [...] À luz, porém, do princípio da efetividade, a tendência é de se ampliar o campo da execução específica, nada obstante a que seja oposta em face do ofertante recalcitrante pelo aceite (CC, art. 249, par. Único, e art. 25, par. Único), pois, uma vez integradas a oferta e a aceitação, há relação contratual coercitiva. “Esta é a posição de Judith Martins-Costa, para quem o dever de prestar, sujeito à execução específica, nasce no momento da “colagem” entre oferta e aceitação” (TEPEDINO, BARBOZA, & BODIN DE MORAES. *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República*, 2006, p. 39).

¹³³ LOBO, C. D. (2009). Acordo de Acionistas. In: A. LAMY Filho, & J. B. PEDREIRA, *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense.

Em posição assemelhada, Fábio Konder Comparato (1981, p. 229) avança ainda mais e aduz que, no caso, já se teria, sim, um contrato formado, mas seria um “*contrato definitivo semicompleto*”, na medida em que ficaria à espera da manifestação do ofertado.¹³⁴

Modesto Carvalhosa, contudo, diverge, afirmando que a opção de compra consubstanciaria um contrato preliminar, que teria por objeto concluir outro contrato, no caso um contrato de compra e venda definitivo. Segundo tal jurista “constitui a opção de compra ou de venda convenção preliminar que tem por objeto a obrigação de concluir outro contrato”.¹³⁵

Ousa-se discordar, nesse ponto, de Modesto Carvalhosa. Burocratizar a opção, reduzindo-a a um contrato preliminar, retira-lhe o dinamismo e a agilidade que são seus principais atributos. Exigir que um novo contrato seja celebrado, para simplesmente repetir os termos da opção, apresenta-se despiciendo e contraproducente, retardando uma eventual execução forçada.

Apesar de não aderir à tese defendida por Carvalhosa no sentido de que a previsão de cláusula de opção de venda compulsória de ações seja mero contrato preliminar, reconhece-se que sua argumentação não é totalmente desprovida de sustentação jurídica. Segundo o Art. 466 do CC, que trata de contrato preliminar, se a promessa de contrato for unilateral, o credor, sob pena de ineficácia, deverá manifestar-se no prazo nela previsto, ou, inexistindo este, no que lhe for razoavelmente assinado pelo devedor.

Observa-se assim, que, em alguma medida, a promessa de contrato unilateral aproxima-se do conceito de opção. Apesar da aproximação, com ela não se confunde. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, em parecer específico sobre o tema – *Pacto de opção de*

¹³⁴ “Os pactos de preferências distinguem-se das opções, porque nestas já há, perfeito e acabado, um dos elementos do acordo de vontades definitivo, que é a oferta irrevogável de contratar. Basta, ao titular da opção, manifestar a sua vontade concordante no prazo, para que se aperfeiçoe o contrato definitivo. A opção é, pois, um contrato definitivo *semicompleto*” (COMPARATO. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 229).

¹³⁵ “**Isto posto, constitui a opção de compra ou de venda convenção preliminar que tem por objeto a obrigação de concluir outro contrato, no caso, o de compra ou de venda de ações ou de títulos conversíveis em ações.** É contrato unilateral porque, embora formado pelo consentimento de ambas as partes, gera obrigações *ex uno latere*. A circunstância de criar obrigações para uma só das partes não tira a natureza contratual, pois só se torna perfeita a venda pelo acordo de vontades. A natureza contratual da opção não é, todavia, pacífica. Uma parte da doutrina, fundada no Código Civil Italiano, considera a opção uma proposta irrevogável de contratar. Por haver, na espécie, duas manifestações de vontade – do outorgante e do beneficiário – está caracterizado o contrato. Trata-se, no entanto, como referido, de negócio em que a faculdade de regularmente exigir o cumprimento existe para apenas uma das partes. A outra não tem direito, mas sim obrigação, cujo adimplemento, fica subordinado à vontade regularmente manifestada pelo outro contratante. A promessa unilateral de contratar confere ao beneficiário o direito regular de opção. O acionista conveniente promitente-vendedor encontra-se, pois, numa situação de sujeição, como referido, não podendo mais se opor à conclusão regular do negócio” (CARVALHOSA., 2011, p. 302). (Grifo nosso).

compra em acordos de acionistas –, após também defender a natureza de contrato definitivo semicompleto, explicita:

Trata-se, enfim, de um contrato, mediante o qual estipulam as partes que, uma delas permanece vinculada à execução de uma prestação, enquanto a outra se reserva a faculdade de exigir ou não o cumprimento da obrigação. Fixados na função preparatória desse contrato, **pretendem alguns escritores parangoná-lo ao contrato preliminar. A assimilação, porém, deve ser repelida, porque, com a opção, uma das partes já está vinculada irrevogavelmente à avença, surgindo a obrigação com a manifestação da outra.** A opção importa, assim, na outorga de um direito potestativo, entendendo-se como tal os poderes pelo quais os seus titulares podem influir em situações jurídicas preexistentes, modificando-as, extinguindo-as ou criando novas, através de uma atividade própria unilateral. Basta que o beneficiário da opção declare que quer exercer o seu direito, para que o contrato se conclua. O outorgante encontra-se numa situação de sujeição (*pati*), não podendo se opor à conclusão do negócio. Advirta-se que essa manifestação do titular da opção consiste numa declaração receptícia de vontade, que só produz efeito quando chega ao conhecimento do destinatário. **Daí que é um contrato definitivo semicompleto, devendo conter todos os elementos necessários ao negócio definitivo, à mingua dos quais essa opção, evidentemente, torna-se inválida e ineficaz.** Não há necessidade, é claro, de que esses elementos estejam previamente determinados no contrato, mas insta que sejam determináveis, ou seja, que no contrato já estejam estabelecidas as condições ou a forma de determinação de todos os elementos do negócio (LEÃES, 2004, p. 1.135)¹³⁶ (Grifo nosso).

Caio Mário Pereira (2003, p. 196), ao discorrer sobre a promessa unilateral, aduz que esta seria mais usual no Direito Francês, e consistiria “numa obrigação para umas das partes (promessa de vender ou promessa de comprar), enquanto a outra parte fica livre de realizar ou não o contrato”. A doutrina francesa atribui grande importância a essa figura, na medida em que na França o contrato por si só já transfere a propriedade. No Brasil, entretanto, o contrato não transfere a propriedade por si só, sendo necessário a tradição ou o registro para a translação da propriedade.

A discussão ora apresentada não é meramente acadêmica. Muito ao contrário, mostra-se dotada de relevante implicação prática.

De acordo com a posição defendida por Modesto Carvalhosa, no sentido de que na opção de venda não se tem ainda um contrato formado, caso o devedor recuse-se a concluir o contrato definitivo, o titular da opção teria de ingressar com uma ação de conhecimento (ou processo arbitral), para que fosse suprida a vontade da parte faltante. Segundo o disposto no art. 466-A do CPC, condenado o devedor a emitir declaração de vontade, a sentença, uma vez transitada em julgado, produzirá todos os efeitos da declaração não emitida. Uma vez ultrapassada essa fase, e persistindo a recusa do devedor de honrar a opção de venda, o caminho seria passar à fase de cumprimento da sentença, nos termos do art. 475-J do CPC.

¹³⁶ LEÃES, L. P. (2004). *Pareceres* (Vol. II). São Paulo: Singular. p. 1.135.

Outra será, contudo, a dinâmica da execução forçada, se for adotada a posição segundo a qual a estipulação contratual de uma opção de venda prevista em acordo de acionistas consubstancia uma oferta perfeita e acabada, e uma vez manifestado o aceite pela outra parte, tem-se o fenômeno jurídico da formação plena da relação contratual (posição de Silveira Lobo e Nelson Eizirik); ou ainda a posição segundo a qual já existe no caso um contrato definitivo semicompleto (posição de Fábio Konder Comparato e de Luiz Gastão Paes de Barros Leães). Nesses casos, não há que se falar em suprimento judicial ou arbitral da vontade da parte para fins de formação do contrato, pois este já se encontra formado. Caso o devedor recuse-se a honrar sua obrigação, caberá ao titular da opção ajuizar diretamente uma ação de execução com base no art. 585 do CPC.¹³⁷ Isso porque, segundo tal dispositivo, é título executivo extrajudicial o documento particular assinado pelo devedor e por duas testemunhas.

Note-se, destarte, que essa interpretação, além de mais consistente dogmaticamente, é mais eficiente, na medida em que elimina a fase de conhecimento ou arbitral, atribuindo ao titular da opção o direito de ir diretamente para o processo de execução.

O Superior Tribunal de Justiça tem referendado a tese de que, se o contrato é perfeito e acabado, e conta com duas testemunhas conforme determina a lei, nada obstante a previsão de cláusula arbitral, o credor pode ajuizar diretamente a ação de execução.¹³⁸

¹³⁷ A ação de execução poderá ser imediatamente ajuizada sempre que o valor já for líquido. Do contrário, faz-se necessário prévio procedimento de liquidação: DIREITO PROCESSUAL CIVIL. REQUISITOS PARA A IMPOSIÇÃO DA MULTA PREVISTA NO ART. 475-J DO CPC NO CASO DE SENTENÇA ILÍQUIDA. RECURSO REPETITIVO (ART. 543-C DO CPC E RES. 8/2008-STJ). TEMA 380. No caso de sentença ilíquida, para a imposição da multa prevista no art. 475-J do CPC, revela-se indispensável (i) a prévia liquidação da obrigação; e, após o acertamento, (ii) a intimação do devedor, na figura do seu advogado, para pagar o *quantum* ao final definido no prazo de 15 dias. Para as sentenças condenatórias ao cumprimento de obrigação de fazer ou não fazer e para aquelas que tenham por objeto a entrega de coisa, a execução do julgado far-se-á na forma dos arts. 461 e 461-A do CPC; para aquelas em que determinado o pagamento de quantia em dinheiro ou na qual a obrigação possa assim ser convertida, o procedimento é o previsto no art. 475-J do CPC. (...) Caso contrário, apenas depois da fase de liquidação, terá vez a multa. Assim, apenas quando a obrigação for líquida pode ser cogitado, de imediato, o arbitramento da multa para pronto pagamento. Se ainda não liquidada ou se para a apuração do *quantum* ao final devido for indispensável cálculos mais elaborados, o prévio acertamento do valor faz-se necessário, para, após, mediante intimação, cogitar-se da aplicação da referida multa, o que parece de muito obviedade, considerando que não se pode penalizar aquele que ainda não sabe o quê ou quanto pagar. (...) Na hipótese de condenação ao pagamento em dinheiro, que espelha a mais comum e clássica espécie de sentença condenatória, considera-se líquida a obrigação quando o valor a ser adimplido está fixado no título ou é facilmente determinável por meio de cálculos aritméticos simples, que não demandem grandes questionamentos e nem apresentem insegurança para as partes que litigam. (...) Destarte, se já há valor fixado na sentença, cuidando-se apenas de adicionar-lhe os acréscimos legais (correção monetária a partir de índices oficiais conhecidos e juros de mora), não se pode imputar-lhe a condição de ilíquida, posto que do contrário não haveria uma única sentença com o atributo da liquidez; igualmente, não é a existência de impugnação, com alegação de excesso, que tornará ilíquida a obrigação, devendo-se perquirir a certeza a partir do comando sentencial de que resulta o pedido de cumprimento. Precedente citado: REsp. 1.262.933-RJ, Corte Especial, DJe 20/8/2013. REsp 1.147.191-RS, Rel. Min. Napoleão Nunes Maia Filho, Segunda Seção, julgado em 4/3/2015, DJe 24/4/2015..

¹³⁸ Transcreve-se abaixo esclarecedora notícia do STJ a respeito do tema: DECISÃO Título executivo extrajudicial com cláusula arbitral pode ser executado no Judiciário: Mesmo quando há previsão de arbitragem

Como vem sendo defendido neste trabalho, tendo por espeque a tese da interpretação promocional do desenvolvimento econômico e social, sempre que se estiver diante de duas interpretações juridicamente sustentáveis, deve-se preferir aquela que seja mais apta a promover o desenvolvimento econômico e social.¹³⁹ No caso da opção de venda de ações, a interpretação mais eficiente em termos de *tempo do processo* é aquela que confere à aceitação o atributo de completar a formação do contrato, autorizando a imediata execução da opção, desde que atendidos os pressupostos necessários.¹⁴⁰

no contrato, é possível a execução judicial de confissão de dívida certa, líquida e exigível que constitua título executivo nos termos do [artigo 585](#), inciso II, do Código de Processo Civil (CPC), tendo em vista que o juízo arbitral é desprovido de poderes coercitivos. (...) Segundo o relator, ministro Villas BôasCueva, “a existência de título executivo extrajudicial prescinde de sentença arbitral condenatória para fins de formação de outro título sobre a mesma dívida”. (...) Segundo o ministro Villas Bôas Cueva, o documento assinado pelo devedor e por duas testemunhas confere força executiva ao título, de modo que, havendo cláusula estipulando obrigação líquida, certa e exigível, será possível a propositura de execução judicial. (...). A cláusula, por constituir título executivo extrajudicial, de acordo com a Terceira Turma, prescinde da arbitragem e autoriza a provocação do Judiciário para promover os atos de constrição, assegurados ao executado os meios processuais da defesa.. RECURSO ESPECIAL Nº 1.373.710 - MG (2013/0069149-8)..

¹³⁹ Canaris, ao discorrer sobre a determinação de lacunas, afirma que, “não se devem subestimar os impulsos originados pela ideia de sistema, para a complementação do direito. A ideia da adequação e da unidade do direito demonstra, designadamente, uma extraordinária força dinamizadora, desde que não se entenda, de modo resignado, o Direito como um conglomerado causal de decisões singulares historicamente acumuladas. Pois o problema de de saber se determinado princípio de Direito é ‘constitutivo para o sistema’ inclui a questão de indagar se ele é ‘significante’ para o âmbito jurídico em causa e este é de novo equivalente à questão da ‘generalidade’ de um princípio” (CANARIS, 2002, p. 176).

¹⁴⁰ “A legalidade constitucional impõe uma interpretação da norma ordinária, ou, de qualquer norma, de grau inferior, à luz dos interesses e dos valores constitucionalmente relevantes, de maneira que limitar-se à letra clara, ao sentido próprio da palavra (é possível?) ou à intenção do legislador, passado ou presente, significaria colocar-se fora desta legalidade, em contraste também com a previsão do poder-dever do juiz de suspender o julgamento e suscitar a questão de ilegitimidade da disposição normativa [...] Perde sentido também a preferência ao recurso à ‘precisa disposição’, devendo-se sempre realizar sobre ela um controle de valor, o qual exige necessariamente a individualização de uma *ratio iuris* em harmonia e conformidade com o sistema. Se toda norma exprime um princípio, este não pode deixar de ser confrontado com os princípios fundamentais. O recurso à *ratio iuris* é um problema de cotejo do princípio, que a *ratio* representa, com os outros princípios. A partir da letra de uma disposição normativa, de fato, não é possível decidir sobre a sua natureza: esta é um resultado da interpretação e não se reduz a um fato quantitativo, mas representa uma valoração qualitativa relativamente à dinâmica do ordenamento” (PERLINGIERI, 2008, p. 622-623).

2.3.1.3 Da teoria da equação contratual como elemento do princípio do equilíbrio econômico do contrato à luz de casos concretos

No âmbito do mercado de *private equity*, os acordos de acionistas são negociados artesanalmente, sendo discutidos vírgula por vírgula. Normalmente, as reuniões de elaboração desses contratos duram dias inteiros, contam com a presença de especialistas em finanças contratados pelos investidores e de advogados altamente capacitados. Nesse ambiente, não há que se falar em parte hipossuficiente, vulnerável, desprovida de conhecimento técnico, etc. Não cabe invocar, portanto, nessas relações paritárias, princípios próprios de relações não paritárias.

Contudo isso não significa que as relações paritárias sejam sempre equilibradas e comutativas. Como destaca Judith Martins-Costa (2014, p. 205)¹⁴¹, “o fato de não se verificar a presunção de vulnerabilidade não significa que as relações contratuais interempresárias se delineiem sempre relações paritárias”.¹⁴² Salvo algumas hipóteses específicas, em que a álea extraordinária integra a própria função do instituto, como nos contratos de derivativos, *swap*, etc.¹⁴³, todo contrato deve respeitar o equilíbrio das prestações, que é elemento intrínseco de todos os contratos, regra da qual não se afastam os acordos de acionistas.

¹⁴¹ MARTINS-COSTA, J. (2014). Critérios para aplicação do princípio da boa-fé objetiva (com ênfase nas relações empresariais). In: V. DE FRADERA, & J. MARTINS-COSTA. *ESTUDOS DE DIREITO PRIVADO E PROCESSUAL CIVIL em homenagem a Clóvis do Couto e Silva*. São Paulo: Revista dos Tribunais. p. 205.

¹⁴² “Pode haver, e frequentemente acontece, forte vulnerabilidade para uma das partes; porém, ao contrário do que ocorre no campo das relações de consumo, é a vulnerabilidade que deverá ser provada. Além do mais, o risco integra, constitutivamente, a atividade empresarial. Consequentemente, a boa-fé há de ser vista não como ‘canone protetivo ao hipossuficiente’, mas, primacialmente, como pauta de lealdade de regularidade dos comportamentos empresariais para que esses se possam desenvolver diminuindo as chances de risco advindos da insegurança jurídica, sendo segurança e previsibilidade as ‘molas propulsoras’ do Direito Empresarial” (MARTINS-COSTA, 2014, p. 205-206).

¹⁴³ Embora a doutrina clássica (PEREIRA, 2003, v. III, p. 167); (SERPA LOPES, M. M. (1996). *Curso de direito civil, Fonte das Obrigações: contratos* (Vol. III). Rio de Janeiro: Freitas Bastos. p. 128) defenda a inaplicabilidade da resolução por onerosidade excessiva a contratos aleatórios, estudos mais modernos já defendem a imprescindibilidade do equilíbrio das prestações mesmo nestes contratos. Neste sentido, vale citar ainda a posição de Paula Greco Bandeira: “Assim, sob o aspecto estrutural, os contratos aleatórios, normalmente, se caracterizam pela indeterminação *ab initio* da prestação de uma ou de ambas as partes em seu *an* ou *quantum*, de tal maneira que a existência ou determinação física da prestação (em número, peso e medida) depende da ocorrência do evento incerto. Repita-se, contudo, que a estrutura se subordina à função, de modo que se mostram possíveis estruturas diferenciadas que realizem a mesma função. Diante disso, o critério funcional que deve pautar a distinção entre os contratos aleatórios e comutativos corresponde à identificação da álea que define os contratos aleatórios. Não há na causa dos contratos comutativos a álea que integra a causa dos contratos aleatórios, de sorte que as partes podem, de antemão, valorar o lucro ou prejuízo em termos de atribuição patrimonial. O contrato será comutativo, portanto, quando não for possível identificar em sua causa a álea essencial aos contratos aleatórios. Por outro lado, a álea que consiste no traço distintivo da causa dos contratos não afasta a incidência dos mecanismos de reequilíbrio contratual, associados tradicionalmente aos contratos comutativos, que se aplicam também aos negócios aleatórios, observadas as suas peculiaridades. Mantém-se, assim, a utilidade da distinção entre contratos aleatórios e comutativos, renovada, revigorada e remodelada pelo

Ocorre que, e este é o ponto central desse item, a análise do equilíbrio das prestações não deve ter em mente apenas uma cláusula isolada, mas sim todo o contrato.¹⁴⁴ Disso decorre o que é chamado de “teoria da equação contratual”. A análise do equilíbrio deve ser verificada tendo em vista a “equação contratual”, em sua expressão como sistema. Vale dizer, o intérprete não deve se fixar apenas no aspecto tópico de cada cláusula, que pode parecer abusiva, leonina, ou desproporcionalmente favorável a uma das partes. Cabe observar que essa cláusula aparentemente desproporcional pode ter sido negociada como contraponto de uma segunda cláusula igualmente desproporcional, mas neste caso em favor da outra parte.¹⁴⁵

Se o juiz ou árbitro analisar a questão com “visão de túnel”, focando unicamente na cláusula desproporcional objeto da lide, poderá convencer-se da ilegalidade ou abusividade da cláusula. Entretanto, se o julgador fotografar a questão com uma visão panorâmica, analisando o contrato de forma holística, e respeitando a “equação contratual” pactuada pelas partes quando da celebração do contrato, o julgador pode chegar à conclusão de que a

perfil funcional que deve orientar o intérprete na qualificação dos cada vez mais criativos e inusitados negócios levados a cabo pela autonomia privada, sempre com vistas à concretização de novos interesses despertados pela dinâmica do mercado” (BANDEIRA, P. *Contratos aleatórios no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar. 2010, p. 250). Mencione-se, por fim, a posição de Antônio Junqueira, manifestada em parecer específico sobre o tema: “[...] vale dizer finalmente que, a nosso ver, tem razão a Mellon, quando pugna pela aplicabilidade dos art. 478 a 480 do Código Civil de 2002 aos contratos aleatórios. Ao contrário do Código Civil italiano, cujo art. 1.469 expressamente afasta a aplicação dos arts. 1.467 e 1.468 a esses contratos [...], o nosso Código não veda o cabimento do regime da onerosidade excessiva aos contratos aleatórios. É regra comum de interpretação que não é dado ao intérprete criar exceções onde a lei não a prevê” (DE AZEVEDO, A. J. *Novos estudos e pareceres de direito privado*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 214).

¹⁴⁴ Nesse sentido, Clóvis do Couto e Silva informa que “a inovação, que permitiu tratar a relação jurídica como uma totalidade, realmente orgânica, veio do conceito do vínculo como uma ordem de cooperação, formadora de uma unidade que não se esgota na soma dos elementos que a compõem. [...] Sob o ângulo da totalidade, o vínculo passa a ter o sentido próprio, diverso do que assumira se se tratasse de pura soma de suas partes, de um composto de direitos, deveres e prestações, obrigações, ações e exceções. Se o conjunto não fosse algo de ‘orgânico’, diverso dos elementos ou das partes que o formam, o desaparecimento de um desses direitos ou deveres, embora pudesse não modificar o sentido do vínculo, de algum modo alteraria a sua estrutura. Importa, no entanto, contrastar, que, mesmo adimplido o dever principal, ainda assim pode a relação jurídica perdurar como fundamento da aquisição (dever de garantia), ou em razão de outro dever secundário independente”. (COUTO E SILVA, *A obrigação como processo*. Rio de Janeiro: Editora FGV. 2006, p. 19-20).

¹⁴⁵ Como ressalta Pietro Perlingieri, “[...] o controle de valor se inspira cada vez mais no princípio da proporcionalidade. Decerto, proporcionalidade não pode significar que o contrato seja merecedor se houver uma equivalência de prestações. Esta ilação lesa o princípio da autonomia e não considera as peculiaridades de casos como aquele de quem, desejando adquirir um apartamento confinante para ampliar o próprio, esteja disposto a pagar um *surplus* em relação ao valor do mercado. Ninguém poderia afirmar que o adquirente, pagando mais, conclui um contrato não merecedor de tutela pela falta de correspondência do preço com o valor do mercado. Proporcionalidade não significa equivalência entre prestações nem corresponsividade restrita, mas equilíbrio, proporcionalidade no regulamento. Consequentemente, um contrato de mútuo, típico ou atípico que seja, com condições favoráveis ou não, que recebesse uma garantia desproporcional em excesso, poderia não ser merecedor de tutela; e isto serve para demonstrar, mais uma vez, o quanto seja imprescindível o controle de valor de qualquer contrato, típico ou atípico. Sobre a problemática do tipo contratual se reflete ainda o almejavél redimensionamento do papel da estrutura negocial. A estrutura não concorre para a individualização do tipo, pois a mesma função pode ser realizada mediante várias estruturas, segundo o princípio da economia dos atos e das declarações. A variabilidade da estrutura induz a concluir que esta última não incide na individualização da função e prescinde da tipicidade ou atipicidade do contrato”. (PERLINGIERI, 2008, p. 403).

cláusula “aparentemente desequilibrada” decorre do objetivo de equilibrar o contrato como um todo. Frise-se que não se está aqui negando o princípio do equilíbrio das prestações, mas sim afirmando a necessidade de atendê-lo tendo em vista a globalidade do contrato, a que só se pode chegar por meio de análise em concreto.

No que concerne à interpretação e qualificação das normas, Eros Roberto Grau há muito defende a ideia de que “não se interpreta o direito em tiras”. Não apenas as leis não se interpretam em tiras, mas também os contratos. Da mesma forma que a interpretação das leis deve levar em consideração a unidade do sistema jurídico, a interpretação das cláusulas contratuais deve levar em consideração a unidade do contrato.

Como destaca Eros Grau (2005, p. 40), “um texto de direito isolado, destacado, desprendido do sistema jurídico, não expressa significado algum”.¹⁴⁶ *Mutatis mutandis*, as cláusulas contratuais, assim como as leis, também demandam uma interpretação sistemática, em que se leve em conta a equação de direitos e deveres montada pelas partes.¹⁴⁷

Entretanto, antes de prosseguir no estudo da teoria da equação do contrato, faz-se necessário tecer algumas breves considerações teóricas, para então apresentar alguns casos concretos, e em seguida analisá-los à luz do ordenamento.

Primeiramente, cabe indagar: consagra o direito brasileiro o princípio do equilíbrio das prestações? Entende-se que sim, embora esse princípio não esteja expresso no código civil tal como ocorre com outros princípios contratuais, tais como os da boa-fé e da função social do contrato.¹⁴⁸

¹⁴⁶ GRAU, E. (2005). *Ensaio e discurso sobre a interpretação-aplicação do direito* (3. ed.). São Paulo: Malheiros. p. 40.

¹⁴⁷ Judith Martins-Costa desenvolve raciocínio semelhante em seu artigo dedicado à aplicação do princípio da boa-fé nas relações empresariais: “É cediço em tema de interpretação contratual constituir um contrato um *todo*, uma totalidade de sentido, sujeitando-se a sua interpretação, por isso, ao *cânone da totalidade e da coerência*. Como escreveu Emilio Betti, aceitar esse cânone implica colocar em relevo o ‘círculo de reciprocidade hermenêutica que corre entre a unificação do todo e os singulares elementos de uma obra’. De fato, a interpretação contratual não compactua com uma perspectiva atomizada, pela qual são isoladas as singulares partes daquele conjunto a partir do qual – e apenas a partir do qual – pode adquirir um significado. A ideia de que a interpretação (seja da lei ou do negócio jurídico) ‘não se desenvolve em tiras’ – como escreve, entre nós, Eros R. Grau – já estava no jurista romano Celso que, em célebre texto (Pal. 86: Dig. 1,2,24; cfr. Dig. 32, 79 e 50, 16, 93; Pal. 159-61) estabeleceu: *incivile est, nisi tota lege perspecta, uma aliqua partícula eius proposita iudicare vel respondere*. Como observa Betti, esse texto pode ser traduzido como o *cânone da totalidade e da coerência das considerações hermenêuticas*. É indevido (*‘incivil’*) atribuir a qualquer preceito legal ou cláusula contratual um valor isolado, desprendido do conjunto contratual e do concreto comportamento das partes ao longo de todo o procedimento que envolve a sua vinculação jurídica” (MARTINS-COSTA, 2014, p. 210).

¹⁴⁸ “A busca dos limites ao conteúdo dos deveres criados pela boa-fé tem início e fim no seu próprio conceito. De fato, basta lembrar que os deveres criados pela boa-fé são deveres anexos às prestações estabelecidas no contrato. Voltam-se, portanto, para aqueles interesses comuns às partes, objetivamente consagrados no contrato – entendido substancialmente, como núcleo compartilhado destes interesses, e não como mero instrumento formal de registro das intenções dos contratantes. É, portanto, a própria função social e econômica do contrato que deve servir de limite à incidência da boa-fé objetiva” (TEPEDINO & SCHREIBER, Os Efeitos da Constituição em

Embora não expreso, o princípio do equilíbrio contratual decorre implicitamente de diversas regras previstas no Código Civil, tais como: i) a lesão e o estado de perigo (art. 156 e 157 do CC) previstos na parte geral do código como novos defeitos dos negócios jurídicos; ii) a resolução e a revisão contratual por onerosidade excessiva (art. 317 e 478-480) previstas no Livro dedicado ao Direito das Obrigações; e iii) a boa-fé e a função social do contrato (art. 421 e 422) previstas na parte geral dos contratos.

A obrigatoriedade do equilíbrio das prestações decorre, portanto, dessas disposições legais supramencionadas¹⁴⁹, emergindo desse contexto como um princípio implícito¹⁵⁰ do direito contratual. Note-se que não se trata de princípio geral do direito, obtido pelo método indutivo, pelo que teria uma função meramente integrativa das lacunas no ordenamento.¹⁵¹ Da mesma forma, o princípio do equilíbrio contratual não se confunde com princípios constitucionais, que se encontram no vértice do ordenamento e, por esse motivo, prevalecem sobre todas as demais normas. Trata-se, em verdade, de verdadeiro princípio implícito do direito contratual.¹⁵²

Relação à Cláusula da Boa-Fé no Código de Defesa do Consumidor e no Código Civil, 2003, *Revista da Emerj* – n. 23, 6. p. 146).

¹⁴⁹ Paula Greco Bandeira também destaca a importância da cláusula geral do equilíbrio das prestações no direito brasileiro: “No direito brasileiro, o princípio do equilíbrio dos contratos apresenta-se, ao lado da boa-fé objetiva e da função social do contrato, como novo princípio contratual, consagrado pelo Código Civil de 2002, o qual remodela o princípio contratual clássico da obrigatoriedade dos pactos, dando origem a institutos como lesão (Código Civil, art. 157), e a revisão e resolução por excessiva onerosidade (art. 317, 478 e 479). Para além desses institutos, o legislador oferece outros mecanismos direcionados à correção do desequilíbrio contratual. No art. 413 do Código Civil, por exemplo, autoriza-se ao juiz reduzir equitativamente a cláusula penal se a obrigação principal tiver sido cumprida em parte ou se a penalidade se revelar manifestamente excessiva tendo em vista a natureza e a finalidade do negócio. Além disso, o art. 620 do Código Civil, atinente ao contrato de empreitada por preço global, permite que, na hipótese em que ocorra a diminuição no preço do material ou da mão-de-obra superior a 1/10 (um décimo) do preço global convencionado, o preço do contrato seja revisto, a pedido do dono da obra, de modo a lhe assegurar a diferença apurada. O art. 770, parte final, do Código Civil, por sua vez, garante ao segurado a possibilidade de pleitear a revisão do prêmio ou a resolução do contrato em caso de considerável redução superveniente do risco coberto pelo contrato. A tutela do equilíbrio contratual, preconizada pelo ordenamento jurídico brasileiro, incide indistintamente sobre as relações contratuais, irradiando seus efeitos também aos contratos aleatórios” (BANDEIRA, P., 2010, p. 127/129).

¹⁵⁰ Nessa mesma linha de entendimento, Anderson Schreiber, ao analisar a fonte do equilíbrio contratual, assevera que “é, nesse sentido, que se alude normalmente a um princípio do equilíbrio das prestações, princípio que o Código Civil de 2002 não estampou às claras, como fez com a função social do contrato e a boa-fé objetiva, mas que teria abraçado de modo implícito naquele conjunto de dispositivos específicos que reprimem o desequilíbrio originário ou superveniente das prestações” (SCHREIBER, *Direito Civil e Constituição*, São Paulo: Atlas, 2013, p. 121).

¹⁵¹ BRASIL. DECRETO-LEI Nº 4.657, DE 4 DE SETEMBRO DE 1942, LINDB: Art. 4º Quando a lei for omissa, o juiz decidirá o caso de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais de direito.

¹⁵² Como destaca Pietro Perlingieri, “O livre jogo da demanda e da oferta pressupõe que sejam excluídos os aproveitamentos injustificados. O controle de conformidade aos princípios e aos valores do ordenamento sobre os atos de autonomia negocial não representa um perigo para a liberdade de contratar, nem uma escolha dirigística e inconstitucional. Os princípios da legalidade e da proporcionalidade têm valor imperativo. Em conclusão, o princípio da proporcionalidade se realiza de vários modos segundo os contratos e os sujeitos: o papel, a qualificação das partes não pode deixar de ter relevância para este fim. A consequência normal, mas não

Fixados os pressupostos de que o equilíbrio das prestações é um princípio decorrente do ordenamento jurídico, e de que a análise desse equilíbrio deve ter por espeque a teoria da equação do contrato, cabe agora analisar alguns casos concretos.

Têm-se observado, em algumas arbitragens, decisões divergentes sobre cláusulas exatamente iguais. Nesses casos, alguns árbitros têm, intuitivamente, preservado a equação contratual, tutelando a higidez da cláusula de opção de venda com preço prefixado, enquanto, em outras arbitragens, os julgadores, adotando uma “visão de túnel”, declaram a nulidade da cláusula em função da desproporcionalidade.

Ressalte-se que, nessas arbitragens, discutiam-se cláusulas de teor idêntico, que conferiam ao sócio investidor o direito de vender suas ações para o sócio controlador na hipótese de descumprimento de disposições do próprio acordo de acionistas.¹⁵³

Consigne-se que, nos casos analisados, a verificação do descumprimento era fato incontroverso. A polêmica fundava-se, unicamente, em saber qual deveria ser o valor por ação para fins de exercício da opção de venda.

A cláusula inquinada previa que o preço por ação deveria ser **o maior dentre** dois valores: i) valor por ação no momento da aquisição da participação acionária, reajustado por uma taxa fixa de 10% ao ano; ou ii) valor da ação com base no valor econômico da companhia.¹⁵⁴

Apenas para exemplificar e demonstrar a repercussão prática dessa escolha, imagine-se a seguinte situação: em um dos casos, o sócio investidor subscreveu e integralizou capital social no montante de cerca de 100 milhões de reais. Se fosse adotado o primeiro critério, valor prefixado por ação (i), o controlador teria de comprar as ações do investidor por algo em torno de 200 milhões de reais. Se adotado o segundo critério, valor econômico da ação (ii),

exclusiva, da violação do princípio da proporcionalidade é a redução à equidade, *rectius*, à proporção” (PERLINGIERI, 2008, p. 418).

¹⁵³ O acordo de acionistas objeto de análise na arbitragem previa uma série de obrigações do sócio controlador para com o sócio investidor. Diversas dessas obrigações foram violadas, tais como: i) a obrigação de contratação de serviço de auditoria externa; ii) obrigação de publicar demonstrações financeiras auditadas; iii) obrigação de remeter ao investidor, mensalmente, balancetes; etc.

¹⁵⁴ José Edwaldo Tavares Borba, ao discorrer sobre reembolso de ações, assim define valor econômico: “Ora, o que é o valor econômico da companhia senão o resultante de sua avaliação a preço de mercado? Neste processo, cada item do patrimônio terá que ser computado com base em sua cotação, quando existir, ou de acordo com o possível valor de venda ou reposição. Os próprios intangíveis, inclusive eventual fundo de comércio, deverão ser também objeto de especial consideração. A ideia, por alguns sustentada, de que o valor econômico devia se fundar no ‘fluxo de caixa descontado’ não se afigura procedente, porquanto deslocaria o problema exatamente para o terreno pantanoso que o legislador quis evitar. O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso (art. 45, §1º), desde que não conduzam a valor inferior ao patrimonial ou, segundo o que for apurado por avaliadores especialmente designados, ao valor econômico da companhia” (BORBA, 2015, p. 272).

tendo em vista tratar-se de companhia em estado pré-falimentar, o controlador poderia comprá-las por um valor próximo de zero.

Aparentemente pode parecer injusto obrigar o controlador a pagar 200 milhões de reais por ações de uma companhia falida. Entretanto antes de chegar a essa conclusão, deve-se analisar a equação do contrato de forma global. Isso porque, uma vez instalada a lide, o julgador, seja ele o Judiciário, seja um tribunal arbitral, não deve analisar apenas a cláusula objeto de discussão, mas sim a equação do contrato como um todo, a lógica de cada investidor ao atuar no mercado, bem como os efeitos econômicos dessa decisão para o desenvolvimento nacional, tanto do ponto de vista econômico quanto do social.

Em casos dessa natureza, os controladores, que seriam os devedores da *put option*, geralmente alegam: i) que o fracasso do empreendimento consubstanciaria fato imprevisível, e, portanto, seria aplicável a teoria da imprevisão (art. 317 do CC), ou a teoria da onerosidade excessiva (art. 478 do CC), para se esquivarem da obrigação de comprar as ações do investidor; ii) que o risco de perdas seria inerente ao investimento em renda variável (participação acionária), razão pela qual seriam ilícitos os mecanismos de mitigação deste risco, tais como as opções de venda das ações para o controlador por preço prefixado; iii) que o exercício da opção ensejaria enriquecimento sem causa. Cabe analisar a consistência desses argumentos.

A teoria da imprevisão apresenta-se, no Código Civil, basicamente em dois dispositivos, arts. 478 e 317. O art. Art. 478, ao tratar da resolução por onerosidade excessiva, preceitua que nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Nota-se, assim, que a onerosidade capaz de ensejar a resolução do contrato não implica considerar-se o desequilíbrio em si mesmo decisivo, senão quando se demonstre o caráter extraordinário e imprevisível da alteração das circunstâncias que o hajam determinado e quando se demonstre a vantagem extrema que tal alteração traz para o credor (TEPEDINO, BARBOZA, & BODIN DE MORAES, 2006, v. II, p. 130).¹⁵⁵

A onerosidade se afigurará excessiva se extrapolar a álea normal do contrato, desencadeando extrema vantagem para a contraparte. Essa álea deve ser analisada tendo em

¹⁵⁵ TEPEDINO, G.; BARBOZA, H. H., & BODIN DE MORAES, M. (2006). *Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República* (Vol. II). Rio de Janeiro: Renovar.

vista as possibilidades de o homem em concreto (e não o homem médio) antever os acontecimentos futuros no momento da estipulação do contrato. O magistrado deverá apurar se este homem, situado nas condições do caso concreto, considerando a natureza do contrato, a capacidade dos contratantes, as condições de mercado e demais particularidades, teria condições de prever o evento superveniente. Em caso positivo, o evento afigurar-se-á previsível, a fim de excluir a aplicação da excessiva onerosidade.

O art. 317, por sua vez, assevera que, quando, por motivos imprevisíveis, sobrevier desproporção manifesta entre o valor da prestação devida e o do momento de sua execução, poderá o juiz corrigi-lo, a pedido da parte, de modo que assegure, quanto possível, o valor real da prestação. Como se percebe, os elementos nodais para a aplicação desse dispositivo são a imprevisibilidade e a desproporção superveniente.

Gustavo Tepedino (2004, vol. I, p. 611), estabelecendo diferença entre instituto da lesão e teoria da imprevisão, entende que “no direito atual, se a desproporção é originária, ainda que perceptível posteriormente, tem-se a lesão como defeito do negócio jurídico que o atinge no plano da validade (CC, art. 157)”. De outro lado, acrescenta o autor que “[...] se a desproporção decorre de fato posterior, também deve ser restabelecido o equilíbrio contratual a fim de não se prestigiar o enriquecimento sem causa”, caso em que se está em sede da teoria da imprevisão.

Vale assinalar que o Código Civil não acolheu a teoria das bases do contrato, tal como fez o Código de Defesa do Consumidor (CDC), a qual permite a revisão contratual por fatos supervenientes que tornem as prestações excessivamente onerosas, independentemente da previsibilidade do fato. Note-se, assim, conforme Gustavo Tepedino, que “[...] isto se justifica por ser o CDC um diploma que visa à proteção do consumidor em situações de permanente desequilíbrio, informado pelo princípio constitucional da solidariedade e da isonomia substancial” (TEPEDINO, BARBOZA, & BODIN DE MORAES, 2004, v. I, p. 611).¹⁵⁶

Fixados esses conceitos básicos sobre a teoria da imprevisão – arts. 317 e 478 do CC -, não há como acolhê-la em sede de investimentos no mercado acionário, no qual o risco de perda, parcial ou total, é inerente à atividade. Não há, portanto, imprevisibilidade do risco.

¹⁵⁶ Em sentido oposto, Paula Greco Bandeira defende a seguinte posição: “Diga-se, entre parênteses, que o Código Civil Brasileiro catalisou, nos art. 478 e ss., todas as teorias de correção do desequilíbrio contratual provocadas por evento superveniente, extraordinário e imprevisível, a exemplo da teoria da base objetiva do negócio, de Karl Larenz, da teoria da imprevisão ou da excessiva onerosidade, todas elas conduzindo ao mesmíssimo resultado” (BANDEIRA, P. (2010), p. 152).

Partindo do Código Civil Italiano, Paula Greco Bandeira informa que o art. 1.467 do referido diploma proíbe que se invoque a teoria da onerosidade excessiva no caso de o evento superveniente se inserir na álea normal do contrato. Embora o direito brasileiro não abrigue semelhante previsão, também aqui há que se afastar o pleito de excessiva onerosidade fundamentado na oscilação de valor da prestação atribuída à álea normal do contrato (BANDEIRA, 2010, p. 160 e 161).

O risco de perdas acentuadas é inerente ao mercado acionário, fazendo parte de sua álea normal, e foi assumido de forma voluntária por agentes econômicos devidamente assessorados, financeira e juridicamente. Como ressalta Mengoni, somente se cogita da possibilidade de resolução por excessiva onerosidade quando se estiver diante de riscos de caráter anormal em função da atividade desempenhada, e, portanto, “não calculáveis no momento da contratação”¹⁵⁷. Não é, a toda evidência, o caso dos contratos que envolvam participação acionária.¹⁵⁸

Além da inaplicabilidade da teoria da imprevisão em casos dessa natureza, outro ponto que deve ser ressaltado é o do respeito aos contratos. Gustavo Tepedino, em parecer sobre contrato de compra e venda de ações, sublinha a importância do princípio do respeito aos contratos:

[...] como se sabe, pelo princípio da obrigatoriedade dos contratos, o acordo uma vez celebrado, vincula os contratantes e, a partir daí, torna-se intangível, ou seja, insuscetível de modificação por vontade unilateral de uma das partes ou por interferência externa – princípio da intangibilidade. [...] Com efeito, o contrato obriga os contratantes e consubstancia, por conseguinte, regulamento intangível, eis a regra geral. A modificação de suas cláusulas, ou a sua extinção, somente será autorizada na presença de fatos supervenientes, extraordinários e imprevisíveis que tornem a prestação de uma das partes extremamente onerosa, com extrema

¹⁵⁷ Tradução livre. No original: “[...] *non calcolabili cioè al momento della contrattazione, non sono accollati al debitore*” (Mengoni, L. *Redita vitalizia e svalutazione monetaria* in: Temi, 1948, p. 95 *apud* Luigi Balestra, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova: CEDAM, 2000, p. 131, nota. 26).

¹⁵⁸ “Os contratos de derivativos, por se caracterizarem pela álea normal ilimitada, não admitem revisão ou resolução por excessiva onerosidade em razão da oscilação dos parâmetros financeiros de referência, qualquer que seja sua intensidade. Tal oscilação de valor, provocada pelo mercado, revela-se normal, previsível, prevista, desejada pelas partes e ilimitada, daí decorrendo a impossibilidade de se invocar a excessiva onerosidade. Vale dizer, o risco da oscilação do parâmetro financeiro não é extraordinário, tampouco imprevisível, mas eleito pelas partes, determinando o lucro ou prejuízo econômico que os contratantes almejam ao se exporem ao negócio. O mercado financeiro é, em essência, de risco, não cabendo a aplicação de mecanismos reequilibradores da equação contratual perturbada pela variação do parâmetro de referência – risco econômico conhecido, assumido e desejado pelas partes ao firmarem o contrato de derivativo. Por outro lado, na hipótese de desequilíbrio do contrato de derivativo provocado por eventos imprevisíveis, extraordinários e alheios aos contratantes, que não se relacionem à variação do parâmetro de referência, admite-se, tal como nos contratos aleatórios, a revisão ou resolução por excessiva onerosidade. Desse modo, do ponto de vista prático, os contratos dotados de álea normal ilimitada se equiparam aos contratos aleatórios” (BANDEIRA, 2010, p. 241).

vantagem para a outra, de modo a deflagrarem-se os mecanismos de reequilíbrio contratual previsto pelo legislador. *In casu*, não se encontram presentes os pressupostos autorizadores da teoria da imprevisão, tampouco houve consenso entre os contratantes capaz de alterar o preço ajustado, de tal sorte que se mantêm indenidas as cláusulas contratuais estabelecidas pelas partes. Submete-se, pois, o contrato celebrado entre X e Y aos princípios da obrigatoriedade e da intangibilidade, vedando-se, conseqüentemente, a qualquer dos contratantes ou mesmo ao juiz a alteração das cláusulas livremente pactuadas. Daí não ser consentido ao magistrado a subtração de eficácia de parte do regulamento contratual, lendo-se o contrato de modo a que um dispositivo contido em uma cláusula possa anular o conteúdo de outra ou dela própria, mecanismo que acarretaria violação dos princípios acima aludidos (TEPEDINO, 2012, p. 323). (Grifo nosso).

Vale lembrar também, que, segundo o art. 110 do CC, a manifestação de vontade subsiste, ainda que o seu autor haja feito a reserva mental de não querer o que manifestou, salvo se dela o destinatário tinha conhecimento.¹⁵⁹ Mesmo que, no seu íntimo, o controlador já planejasse não honrar a opção da venda pactuada na hipótese de o projeto fracassar, não poderá ele valer-se desse argumento em juízo, sob pena de ficar caracterizada a alegação da própria torpeza.¹⁶⁰

Isso porque o direito brasileiro adota a teoria da declaração, conjugada com o da confiança (art. 112¹⁶¹ do CC), “que privilegiam, na interpretação do negócio jurídico, a

¹⁵⁹ Ao discorrer sobre a reserva mental, San Tiago Dantas destaca que nesta ocorre um “defeito de discordância entre a vontade e a declaração. Ocorre esta quando uma pessoa, ao mesmo tempo que declara a sua vontade num sentido, mentalmente representa num sentido diverso, desejando com isso coisa diferente daquela que está declarando que deseja. [...] Relativamente à reserva ou reticências, quase nada temos a dizer. A reserva mental é irrelevante para o direito, não produz conseqüências de espécie alguma. O ato jurídico é uma declaração da vontade e não a vontade em si mesma, de modo que pouco importa saber o que o indivíduo pensa no seu íntimo. O que importa saber é o que ele declara, e se poderei dar alguma importância à formação mesma dessa vontade quando esta formação se transformar em declaração. Como no caso dos vícios, que há pouco examinei, se o homem, mentalmente, faz uma reticência às suas próprias palavras, aquilo não chega a interferir na ordem jurídica, aquilo permanece o que os canonistas chamavam um *propositum in mente retentum*.” (DANTAS, 2001, p. 226 e 228).

¹⁶⁰ “Quando se obsta a alegação da própria torpeza se está, a rigor, sancionando a malícia daquele que adotou certa conduta e depois pretende escapar, com base no próprio comportamento malicioso, aos seus efeitos. Pode ser que não haja sequer prejuízo a outrem, bastando a atuação torpe do agente” (SCHREIBER, *A proibição de comportamento contraditório: tutela da confiança e venire contra factum proprium*. (3. ed.). Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 176).

¹⁶¹ “Observando o teor do dispositivo, é possível inferir que o legislador conjugou duas orientações (Carvalho Santos, Código Civil, Vol. 2, p. 284). Uma das tendências adotadas é a subjetiva ou da vontade. Segundo ela, cabe ao intérprete buscas na declaração negocial a real intenção do agente, colocando, em segundo plano, o sentido literal das palavras que materializam o negócio. A outra tendência é a objetiva ou da declaração, segundo a qual a intenção do agente deverá ser relegada a segundo plano, na medida em que tem maior relevância a vontade concreta, objetivada, como foi declarada ou como, numa interpretação literal, é possível deduzi-la (Francisco Amaral, Direito Civil, p. 397). A utilização de ambas as orientações pode parecer contraditória. Todavia, unidas, permitem ao intérprete desenhar o negócio jurídico da forma mais completa possível, de modo que serão contemplados tanto o real conteúdo da vontade - apurado também tendo em vista os elementos econômicos e sociais que a informaram - quanto o seu sentido literal (Caio Mário da Silva Pereira, *Instituições*, Vol. I, p. 502). Desta forma, é possível estabelecer, objetivamente, qual o sentido do negócio mais próximo do real” (TEPEDINO, BARBOZA, & BODIN DE MORAES, 2004, v. I, p. 224/225).

manifestação externa da vontade, em detrimento da intenção do agente” (TEPEDINO, 2012, p. 365).

Destaca ainda Tepedino que:

Em outras palavras, para o sistema jurídico brasileiro, só se deve considerar a vontade declarada, manifestada no instrumento contratual, sendo irrelevante a intenção que se pretenda haurir de circunstâncias externas à declaração. Com efeito, nos termos do art. 112 do CC/2002, ‘nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciadas do que ao sentido literal da linguagem’. O dispositivo, mais claro que o correspondente art. 85 do CC/1916, adota a teoria da confiança, referindo-se à vontade consubstanciada nas declarações, ou seja, tal qual manifestada pelo declarante no contrato como um todo, de modo a relegar a segundo plano a literalidade do texto, ainda que esta pudesse refletir a intenção real do agente. Na página clássica de Carlos Maximiliano, a vontade que deve ser interpretada e convertida em realidade não consiste naquilo que uma pessoa quis e possivelmente deixou fora do alcance da percepção do coobrigado, mas no que aparece como aceito por uma das partes e pensado e proposto pela outra. ‘Pode-se alimentar, em silêncio, um desejo; daí não abroham deveres para o indivíduo, nem direitos para terceiros. Não se castigam intenções. A ninguém aproveita o intuito benéfico, porém réfluo, não exteriorizado em ações. Logo, a declaração de vontade é da essência do ato ou contrato; não constitui simples meio de prova. Em suma: se há declaração negocial, o negócio existe; se não há, o negócio inexistente (TEPEDINO, 2012, p. 365).

Além dos fundos de investimentos, muitos desses investidores são investidores institucionais, fundos de pensão, bancos públicos de desenvolvimento, agências de fomento, organizações internacionais etc., os quais precisam tutelar seu patrimônio para que consigam permanecer em atividade. É da essência desse mercado que o investimento não tenha intuito de permanência, mas sim caráter temporário, para que, o quanto antes, consiga-se sair da companhia, de preferência com algum lucro, a fim de que outras oportunidades de investimento sejam aproveitadas. Por tal motivo são tantos os mecanismos de liquidez previstos nos acordos de acionistas – obrigatoriedade de abertura de capital, *piggyback right*¹⁶², *put option*, *tag-along*, *drag-along* etc.

Gustavo Tepedino, ao analisar um dos instrumentos de liquidez, sustenta, no caso concreto, que a *put option* consubstancia um direito essencial para o investidor:

¹⁶² “Therefore VC investors often require a registration rights agreement giving them the right either to have their shares included in an IPO (so called piggyback rights”) or to request that an IPO or private placement of shares take place (so called demand rights”) (see Bartlett 1994)” (AGHION, BOLTON, & TIROLE, 2000, p. 27). Tradução livre: Portanto os investidores de capital de risco muitas vezes exigem o direito de registro, dando-lhes o direito, quer de ter suas ações incluídas em um IPO (chamado de “direito de pegar carona nas costas do porco”), quer de exigir a realização de um IPO ou ainda de uma venda privada de ações (assim chamados direitos de venda) (veja Bartlett 1994).

[...] entre os direitos e garantias assegurados pelo acordo de acionistas à acionista minoritária, merece destaque a estipulação, em favor de X, do direito ao *put option*, contido em sua cláusula c. A previsão do direito ao *put option* consistiu em direito essencial para o investimento de X em K. Assim, com vistas a proteger o aludido investimento, que as demais acionistas tinham interesse em atrair, assegurou-se a X o direito ao *put option* na hipótese de se verificarem certas condições suspensivas, de caráter inteiramente objetivo, em especial a circunstância de ser aprovado investimento superior a 25% do patrimônio líquido de K, apurado em consonância com os princípios contábeis geralmente aceitos nos Estados Unidos da América. O objetivo do *put option*, portanto, consistiu em conferir a possibilidade de X sair de K caso não se dispusesse a assumir os riscos de eventual insucesso do investimento acima referido. Consequentemente, o direito ao *put option*, inserido no acordo de acionistas, consubstanciou-se em motivo determinante para o ingresso de X no quadro societário de K, direito esse de natureza individual e patrimonial, totalmente dissociado da manutenção da *affectio societatis* entre os acionistas (TEPEDINO, 2012, p. 480-481).

A opção de venda das ações por valor indexado à renda fixa não representa manifestação de uma ambição exacerbada ou busca ávida pelo lucro máximo, mas apenas uma remuneração mínima pelo capital aplicado.¹⁶³ Como destacam Carten Bienz e Uwe Walz, os mecanismos de saída devem ser interpretados como um instrumento para resolver conflitos de interesse, a fim de permitir *ex-post* uma eficiente alocação de recursos.¹⁶⁴ Tais instituições obteriam o mesmo rendimento prefixado se deixassem tais recursos “parados” em investimentos hiperseguros, porém nada produtivos. A partir de uma interpretação promocional do direito, pode-se afirmar que o ordenamento jurídico brasileiro, especialmente na seara econômica, tem como objetivo fundamental (art. 3º, II) tutelar e promover o investimento produtivo, pois somente este tipo de investimento gera desenvolvimento econômico e social.

O segundo argumento usualmente invocado contra a opção de venda das ações por valor prefixado é o de que o risco de perdas seria inerente ao investimento em participação

¹⁶³ Como ressalta José Virgílio Lopes Enei, são usuais nessas operações a previsão de *put option* por valor prefixado: “Em certos casos o investidor de *venture capital e private equity* poderá negociar uma opção de venda de suas opções aos empreendedores originais ou terceiros como forma de assegurar a liquidação de seu investimento e rentabilidade mínima caso as demais alternativas de saída não se revelem viáveis, ou em função da ocorrência de certos eventos que justifiquem o exercício da opção” (ENEI, 2011, p. 736).

¹⁶⁴ “Exit covenants can be interpreted as instruments to resolve these conflicts of interest in such a way as to enable the *ex post* efficient allocation of ownership (and hence the distribution of monetary and non-monetary benefits) in the firm as well as induce the parties to make *ex-ante* efficient investments (see Hart and Moore (1988), Aghion et al. (2004) or Chemla et al. (2007)). Thus these rights create a mechanism to allocate ownership efficiently” (BIENZ & WALZ, 2010, p. 13). Tradução livre: Mecanismos contratuais de saída podem ser interpretados como instrumentos para resolver esses conflitos de interesse, a fim de possibilitar uma alocação eficiente de propriedade *ex post* (e, portanto, a distribuição de benefícios monetários e não monetários) na empresa, bem como induzir as partes a fazer *ex-ante* investimentos eficientes (ver Hart e Moore (1988), Aghion et al. (2004) ou Chemla et al. (2007)). Assim, estes direitos criam um mecanismo para atribuir a propriedade de forma eficiente.

acionária. Para sustentar essa argumentação, os advogados dos controladores, que estão em posição de sujeição perante o investidor quanto ao exercício da opção de venda das ações, invocam o art. 1.008 do CC, segundo o qual “é nula a estipulação contratual que exclua qualquer sócio de participar dos lucros e das perdas”.

Luiz Gastão Paes de Barros Leães, em parecer específico sobre o tema – *Acordo de acionistas e opção de venda* – analisa o caso em que a sociedade atribui a um acionista o direito de opção de venda contra a própria sociedade. Conclui o jurista que uma disposição estatutária, ou pacto paralelo neste sentido, apresenta-se nula por violação ao art. 1.008 do CC.¹⁶⁵ Situação completamente diversa é aquela em que um acionista confere ao outro, por acordo de acionistas, uma opção de venda, para fins de se proteger do risco de bancarrota do negócio. Ao distinguir uma situação da outra, Luiz Gastão Paes de Barros Leães defende a plena licitude da previsão de uma opção de venda pactuada pelos sócios no acordo de acionistas:

É evidente que as sociedades brasileiras, ao se associarem com a [empresa estrangeira], tinham por finalidade obter lucro. Entretanto, não foi a cogitação de eventuais perdas na atividade social que levou as partes a convencionarem a cláusula de recomprar. Entrando como sócias minoritárias de uma sociedade fechada (47% do capital social) em que à sócia majoritária, sobre ser a detentora do *know-how* (*containers*), caberia a efetiva gestão dos negócios sociais, imprimindo-lhe a política administrativa (inclusive como representantes exclusivos no exterior) através do gerente geral e do gerente técnico, de sua exclusiva indicação [...], natural que cogitassem de uma porta de saída da sociedade sem maiores traumas, ensejando a possibilidade efetiva do retorno do seu capital, fosse a [sociedade] lucrativa ou não. Daí a cláusula de recomprar, livremente aceita pelas partes convenientes e, aliás, consignada por proposta da própria [empresa estrangeira] como elemento para persuadir as empresas convidadas a participarem da *joint venture*. Esse foi o elemento objetivo e a razão determinante de sua realização. A causa e a função

¹⁶⁵ No mesmo sentido, J.X. Carvalho de Mendonça já anunciava: “[...] contrária ao espírito do contrato a cláusula libertando em absoluto um ou mais sócios de concorrer nas perdas sociais, para deixá-las a cargo de outro ou outros sócios. O sócio, em hipótese alguma, poderá ser exonerado de contribuir para essas perdas, ainda que com as somas ou efeitos entradas para o capital social. Assim como os lucros são comuns aos sócios, do mesmo modo o são as perdas. Este fato desvia a sociedade dos contratos aleatórios, onde um contratante deve ganhar e outro perder. A sociedade corre a álea do comércio; quando perde, perdem todos os sócios. Perdendo um, os outros não podem ganhar. O contrato social que contivesse essas cláusulas, a saber: a totalidade dos lucros a um dos sócios, a privação dos lucros para um dos sócios, a libertação de algum dos sócios dos prejuízos sociais, seria nulo, pois faltaria o seu fim. A sociedade é que se acharia nula e não a cláusula proibida. A nulidade é de ordem pública [...] as sociedades em que figuram tais cláusulas, direta ou oblíquas, são chamadas leoninas, alusão à fábula do leão que, indo à caça com outros animais, se apoderou sozinho de toda a presa” (MENDONÇA, J. C. (1963). *Tratado de Direito Comercial* (6. ed., Vol. III). São Paulo: Freitas Bastos. p. 46). Note-se, contudo, que tais referências não se aplicam ao acordo de acionistas, mas sim ao contrato de sociedade. De fato, nem o contrato social, nem o estatuto pode excluir qualquer dos sócios de participar das perdas sociais. E é a isso que Carvalho de Mendonça está a se referir. Mas nada impede que, em contrato paralelo, dois ou mais sócios pactuem uma opção de venda por preço prefixado. Tais sócios são pessoas livres e iguais, estão assessoradas financeiramente e juridicamente, e quiseram de livre e espontânea vontade celebrar um acordo de acionistas em que um dos polos teria o direito de exercer, em certas e determinadas situações, uma opção de venda das ações por determinado preço.

econômica dessa opção, como se pode depreender dos fatos relatados e refletidos nos documentos que os expressaram, não estão ontologicamente ligadas aos bons ou maus resultados sociais da [sociedade]. Poderia ser esta lucrativa, e, mesmo assim, interessarem-se as sociedades brasileiras em se desvincular da sócia estrangeira” (LEÃES, 2004, p. 1.400).

Observa-se que não é a sociedade que confere uma situação privilegiada a uma das partes, situação que não é admitida no direito societário brasileiro (art. 1.008 do CC), na medida em que o contrato de sociedade é um ato-regra que regula igualmente todos os sócios, não se admitindo distinções e privilégios para um ou alguns dentre estes. O que há é um pacto paralelo, um acordo de acionistas, em que um sócio, com base na autonomia privada, confere ao outro uma opção de venda.¹⁶⁶ Tudo acontece, conforme se verifica, paralelamente à sociedade, que não se envolve diretamente nesse contrato, a não ser quando arquivado o acordo de acionistas na companhia, para fins de dar-lhe cumprimento.¹⁶⁷

Note-se que, embora o art. 1.008 do Código Civil estabeleça a nulidade da “estipulação contratual” que exclua qualquer sócio de participar dos lucros e das perdas, deve-

¹⁶⁶ Ressalte-se que essa sistemática vem sendo utilizada sem maiores problemas em outras jurisdições. Como discorre Kenneth J. Lebrun, “*The second issue concerns the price paid for share transferred pursuant to a put option (for reasons described below, tag-along and drag-along rights are not affected). In the United States, the purchase price for shares sold pursuant to a put right is often designated in a shareholders agreement not as the fair market value of such shares, but rather as an amount equal to some multiple of the original purchase price or other calculation of the investor's desired return on their investment*” (LEBRUN, K. (2002). *MAKING A PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL INVESTMENT*. p. 236). Tradução livre: A segunda questão diz respeito ao preço pago por ação transferida nos termos de uma opção de venda (por razões descritas abaixo, *tag-along* e *drag-along* não são afetados). Nos Estados Unidos, o preço de compra das ações vendidas em conformidade com o direito de venda é muitas vezes designado em um acordo de acionistas não como o valor justo de mercado de tais ações, mas sim como um montante igual a um múltiplo do preço de compra original ou outro cálculo de retorno desejado do investidor sobre seu investimento.

¹⁶⁷ Em posição contrária, no sentido da ilegalidade da cláusula de saída, quer prevista no estatuto social, quer esteja no acordo de acionistas (contrato em separado), pode-se mencionar Hermes Marcelo Huck, segundo o qual: “Giuseppe Ferri, criticando a tendência jurisprudencial italiana, consagrada na década de 30, que tratava de forma menos rígida o pacto de exoneração de perdas, quando formalizado por contrato separado, lecionava que a autonomia do pacto de exoneração, ainda que contida em instrumento a parte, era meramente formal. Para o mestre, substancialmente, o pacto continuava intimamente ligado ao contrato de sociedade, sendo a ele vinculado e dependente. Fábio Konder Comparato comentando, sob essa perspectiva, a lição de Ferri, sustenta que ‘é indiferente que o pacto proibido seja parte integrante do contrato social, ou venha separado deste, em acordos parassociais. Esta última circunstância pode, até mesmo, exacerbar o aspecto fraudulento da relação pseudo-societária’. O comercialista moderno atualiza a lição do início do século, mas mantém sua característica básica de proteção ao conceito fundamental da estrutura societária. Assim, não faria sentido jurídico – ou mesmo lógico – admitir que a simples estipulação de cláusula de exoneração de prejuízo feita em contrato apartado fosse suficiente para retirar da mesma a carga de ilicitude. Fora assim, por um esperto expediente de ordem formal, as partes poderiam evitar a incidência de uma norma de ordem pública que, como já se disse anteriormente, consubstancia o corolário do princípio da comunhão de escopo, essencial em todo e qualquer contrato de sociedade. Nesse sentido, a boa, tradicional e segura doutrina estrangeira e a sempre respeitada observação de Comparato convergem para declarar nulo o pacto que retire ao sócio os riscos do negócio, quer tal disposição seja parte do contrato de sociedade, quer venha inserida em ajustes paralelos, o que ocorre na maior parte das vezes. Em conclusão, não pode haver dúvida de que a inclusão da cláusula de exoneração de prejuízo em um contrato separado, ou seja, num pacto parassocial, em nada modifica ou revela a sua ilicitude. A cláusula é nula quer esteja dentro, quer esteja fora do contrato de sociedade” (HUCK, H. M. Pactos Societários Leoninos. *Revista dos Tribunais*, vol. 760. 1999, p. 5).

se atentar para o fato de que o contrato aí referido não é o acordo de acionistas ou qualquer outro tipo contratual em separado, mas sim “contrato social”. Vale lembrar que o art. 1.008 está inserido no capítulo das sociedades simples, cuja seção I trata de Contrato Social. É bem verdade que, segundo o art. 1.089 do Código Civil, as sociedades anônimas regem-se por lei especial, aplicando-se-lhes, nos casos omissos, as disposições do Código Civil. Logo, o art. 1.008 do Código Civil aplica-se às sociedades anônimas, dele devendo-se extrair a seguinte norma: “é nula a estipulação **estatutária** que exclua qualquer sócio de participar dos lucros e das perdas”. O objetivo dessa norma, que é de ordem pública, consiste em evitar que a sociedade trate desigualmente acionistas da mesma espécie. Mas nada obsta, contudo, que um acionista ofereça ao outro um direito de saída por preço prefixado. Trata-se de negócio privado, entre partes em isonomia substancial, consubstanciando a interferência estatal, postura paternalista indevida e prejudicial ao desenvolvimento saudável do mercado.

Em outra visão, dentre os autores que tradicionalmente repudiam a opção de venda a preço preestabelecido, pode-se mencionar Modesto Carvalhosa:

Assim, não se pode admitir no caso de opção de compra e venda de ações o regime de especulação, próprio das opções de contratos futuros negociados nas Bolsas de Mercadorias e de Futuros. A opção tendo por objeto as ações de uma companhia não se confunde com aposta, e, portanto, com especulação. As ações representam um patrimônio efetivo, concreto e suscetível de venda pelo seu valor real e atual. Desse modo, não pode o titular do direito de exercício da opção dela prevalecer-se para obtenção de enriquecimento especulativo, vale dizer, sem causa e, assim, ilícito. Em consequência, não pode o acionista titular do direito de adquirir ações objeto do acordo de preferência aproveitar-se de cálculos pré-ajustados de preço, de prazos ou outros expedientes, inclusive a criação ou existência de fundos de aquisição, para não remunerar o acionista obrigado a vender suas ações, fazendo-o por preço diferente daquele que seria devido à vista e pelo efetivo valor, correspondente, portanto, ao valor atual do patrimônio líquido da companhia, a preços de mercado. Assim, ainda que as cláusulas de opção previstas no acordo falem em pagamento a prazo, o preço deve ser rigorosamente justo, para, assim, ser calculada a sua plena remuneração. É absolutamente incompatível com o exercício da opção de compra, constante de acordo de acionistas, qualquer cláusula ou condição leonina, como referido, que leve o titular do direito da opção ao enriquecimento ilícito à custa do titular da obrigação de vender. A existência de tais cláusulas inscreve-se no capítulo do abuso do direito, contrariando, igualmente, o princípio da boa-fé (CARVALHOSA, 2011, p. 301).

Ousa-se discordar aqui da posição supra. Mostra-se plenamente legítima a estipulação contratual celebrada por partes livres e iguais, segundo a qual, no exercício da autonomia

negocial, uma das partes confere à outra uma opção de venda em “condições aparentemente desproporcionais”.¹⁶⁸

Se uma parte aceitou se sujeitar a essa condição, indubitavelmente teve motivos para tanto, e foi compensada de outra forma e em outras cláusulas do mesmo ou de outros contratos coligados.¹⁶⁹ O afastamento de uma cláusula como essa, além de consubstanciar postura paternalista do julgador, destruiria a “equação contratual” montada pelas partes em posição de isonomia substancial, no livre exercício de sua autonomia negocial.¹⁷⁰ Por tais razões, defende-se que, salvo excepcionais hipóteses de abuso de direito, violação da boa-fé ou fraude à lei comprovadas no caso concreto, os juízes e árbitros devem adotar uma postura de autocontenção, prestando deferência ao contrato. Do contrário, poder-se-ia estimular a perniciosa prática da insinceridade contratual. Se tudo pode ser anulado em juízo, o contrato perde consistência, não mais representando a síntese dos interesses das partes, por estas

¹⁶⁸ No mesmo sentido, Bandeira afirma que “a autonomia privada desempenha relevante papel nas contratações que encerram o elemento risco, atuando progressivamente no sentido de criar novas e exóticas estruturas que se amoldam à função pretendida, isto é, que permitam a concretização dos interesses perseguidos *in concreto* pelas partes” (BANDEIRA, 2010, p. 201).

¹⁶⁹ Para mais detalhes sobre contratos coligados, conferir Carlos Nelson Konder, in: *Contratos Conexos* (KONDER, Carlos Nelson. *CONTRATOS CONEXOS - Grupos de Contratos, Redes Contratuais e Contratos Coligados*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006).

¹⁷⁰ O Superior Tribunal de Justiça já adotou posição assemelhada no seguinte precedente: Processo AgRg no REsp 1206723 / MG AGRAVO REGIMENTAL NO RECURSO ESPECIAL 2010/0139018-0 Relator(a) Ministro JORGE MUSSI (1138) Órgão Julgador T5 - QUINTA TURMA Data do Julgamento 17/05/2012 Data da Publicação/Fonte DJe 11/10/2012 Ementa AGRAVO REGIMENTAL EM RESP. REVISIONAL LOCATÍCIA. PREVENÇÃO: ART. 71, § 3º. DO RISTJ. NULIDADE RELATIVA SUSCITADA APÓS O JULGAMENTO. RECURSO FUNDAMENTADO. PREQUESTIONAMENTO IMPLÍCITO. QUALIFICAÇÃO JURÍDICA DE ATOS/FATOS. NÃO INCIDÊNCIA DAS SÚMULAS 5 E 7/STJ. CISÃO, ACORDO DE ACIONISTAS E LOCAÇÃO. CONTRATOS COLIGADOS. FUNÇÃO ECONÔMICA COMUM. ART. 19 DA LEI 8.245/91. MANUTENÇÃO DO EQUILÍBRIO ECONÔMICO DOS PACTOS. AVENÇA NÃO ALTERADA. REVISIONAL QUE NÃO VISA AO RESTABELECIMENTO DO EQUILÍBRIO ECONÔMICO SOCIAL. FALTA DE INTERESSE DE AGIR. VIOLAÇÃO À BOA-FÉ OBJETIVA. RESP. PROVIDO. ART. 557, § 1º.-A DO CPC. REVISIONAL EXTINTA, SEM EXAME DO MÉRITO. CARÊNCIA DE AÇÃO. ART. 267, VI DO CPC. AGRAVO REGIMENTAL DESPROVIDO (...) 5. **A interdependência, a conexidade ou a coligação dos contratos firmados pelas partes (cisão de empresa, acordo de acionistas e contrato de locação) resultam claras e evidentes, haja vista a unidade dos interesses representados, principalmente os de natureza econômica, constituindo esse plexo de avenças o que a doutrina denomina de contratos coligados; em caso assim, embora possível visualizar de forma autônoma cada uma das figuras contratuais entabuladas, exsurge cristalina a intervinculação dos acordos de vontade assentados, revelando a inviabilidade da revisão estanque e individualizada de apenas um dos pactos, quando unidos todos eles pela mesma função econômica comum.** 6. O art. 19 da Lei 8.245/91, ao regular a revisão judicial do aluguel, a fim de ajustá-lo ao preço de mercado, consagrou a adoção da teoria da imprevisão no âmbito do Direito Locatício, oferecendo às partes contratantes um instrumento jurídico para a manutenção do equilíbrio econômico do contrato; no caso *sub judice*, porém, a Revisional não objetiva o restabelecimento do equilíbrio econômico inicial do contrato, mas reflete pretensão de obter a alteração do critério de determinação do valor do aluguel, distanciando-se dos parâmetros originais, por isso que refoge aos limites do art. 19 da Lei 8.245/91, daí não haver legítimo interesse jurídico dos autores a ser preservado, mas mero interesse econômico. Precedente. (Grifo nosso).

livremente negociados.¹⁷¹ Essa cultura da insinceridade contratual mostra-se danosa ao desenvolvimento econômico e social, pois desestimula a seriedade e a ética nas relações contratuais.¹⁷²

O terceiro argumento usualmente invocado para afastar a opção de venda por valor prefixado é o de que isto consubstanciaria enriquecimento sem causa do credor da opção. Esse tipo de argumento representa claro exemplo de interpretação fotográfica de uma cláusula contratual, na qual se analisa a questão com “visão de túnel”, focando apenas e exclusivamente na cláusula contratual inquinada.

Tendo em vista a equação contratual, certamente essa opção de venda por um valor prefixado foi “vendida cara” no bojo das tratativas preliminares. Em troca dessa segurança, o titular da opção certamente terá aberto mão de vários outros direitos, ou aceitado tomar riscos maiores, e indubitavelmente tudo isso tem um valor tangível ou intangível.¹⁷³

Quando, no momento de crise, o Judiciário ou o árbitro suprime uma cláusula do sistema finamente montado pelas partes na posição original, quebra-se a equação contratual, desmoronando-se o delicado castelo de cartas montado. Disso decorre o enriquecimento sem causa, não do credor, mas sim do devedor da opção, que não precisará mais honrar uma obrigação assumida.¹⁷⁴ Não demanda grande esforço interpretativo perceber que o enriquecimento deriva tanto daquilo que se recebe quanto daquilo que se deixa de pagar.

¹⁷¹ Canaris, ao discorrer sobre os princípios constitutivos do sistema jurídico, destaca “os princípios da autodeterminação, da auto-responsabilidade, da proteção do tráfego e de confiança, da consideração pelas esferas de personalidade e de liberdade dos outros e da restituição do enriquecimento injusto” (CANARIS, 2002, p. 80).

¹⁷² Em relação à necessidade de tutelar o respeito aos contratos, Gustavo Tepedino assevera que: “[...] impõe-se, ao contrário, a análise sistemática do *amendment agreement* e a interpretação de cada uma de suas cláusulas, de forma a preservar, sempre que fruto do legítimo exercício da autonomia privada, o sentido que lhes foi expressamente atribuído pelas partes contratantes” (TEPEDINO, 2012, p. 367).

¹⁷³ Como exemplo da montagem dessa equação contratual, a seguinte situação é apresentada por Aghion, Bolton e Tirole: “[...] *venture capitalists may also hold warrants, which the company must repurchase at an attractive price for the venture capitalist if the company does not go public within, say, five years (see Lerner 1999, p.339). In return for granting such rights, however, the entrepreneur often insists on a right to veto proposals to go public in the first three years (see Levin 1995)*” (AGHION, BOLTON, & TIROLE, 2000, p. 27). Tradução livre: “[...] Os investidores de risco podem também exigir uma garantia, qual seja, a de que a sociedade tenha a obrigação de recomprar a participação, a um preço atraente para o investidor de risco, se ela não abrir o capital dentro de, digamos, cinco anos (ver Lerner 1999, p. 339). Em contrapartida pela concessão desse direito, no entanto, o empresário muitas vezes demanda o direito de veto sobre propostas de abertura de capital nos três primeiros anos (ver Levin 1995).

¹⁷⁴ “Coerentemente com a hostilidade do ordenamento jurídico brasileiro ao enriquecimento sem causa, o Código Civil, que em regra não dedica atenção aos motivos subjacentes ao acordo de vontades, considera que a invalidade do motivo determinante acarreta a invalidade do próprio negócio. Ou seja, nos termos do art. 140 do CC/2002 brasileiro, que corresponde à regra do art. 90 do CC/1916, ‘o falso motivo só vicia a declaração de vontade quando expresso como razão determinante’. Vale dizer, o motivo que fundamenta o negócio jurídico, em regra, no direito brasileiro, mostra-se irrelevante, salvo quando configura a razão determinante do tecido contratual. Nesta hipótese, o motivo “perde sua natureza subjetiva, incorporando-se ao próprio conteúdo do negócio, de tal modo que sua falsidade contamina o acordo de vontade a ele vinculado” (TEPEDINO, 2012, p. 406).

Não se está a defender, note-se, a preservação incontestada de todas as cláusulas aparentemente desproporcionais. Constatado o abuso do direito, a violação da boa-fé ou a fraude à lei, etc., a cláusula deve, sim, ser anulada.

Por exemplo, imagine-se a seguinte situação: o fundo de investimento “A” investe em uma companhia. O controlador de tal companhia dá em garantia do investimento de “A” praticamente todos os seus bens relevantes. A companhia prospera, e celebra novo contrato com novo cliente, o qual aumentará muito o tamanho do negócio. Para fazer frente aos investimentos necessários, a companhia precisa de novo aumento de capital. O fundo “A”, ciente de que todos os bens relevantes do controlador já foram dados em garantia do primeiro aporte, e em função disto dificilmente outro investidor aportaria recursos sem garantias, exige como condição para o novo aporte uma reforma no acordo de acionistas celebrado quando do primeiro aporte, conferindo-lhe uma série de direitos desproporcionais.

Note-se que, nesse caso, o controlador e sua companhia estariam “nas mãos” do fundo “A”, e este está a se aproveitar ilegitimamente de sua posição privilegiada. Nesse cenário, sem dúvida, há espaço para uma revisão ou anulação de cláusulas abusivas e violadoras da boa-fé.¹⁷⁵

O equilíbrio das prestações e a justiça são princípios inafastáveis do direito contratual. O que se deseja ressaltar, contudo, é a necessidade de que os objetivos de justiça e de equilíbrio sejam buscados não a partir da análise estanque de cláusulas isoladas do contrato, mas sim a partir de uma interpretação sistemática do complexo contratual, em que se leve em consideração o contrato como um todo, bem como eventuais contratos coligados e ainda o contexto em que foram celebrados.

¹⁷⁵ “Nas relações societárias, em que os acionistas traduzem centros de interesse de igual nível econômico, não se pode admitir orientação interpretativa assistencialista ou que tenha por premissa a vulnerabilidade de qualquer dos sócios ou cotistas. Tem-se, contudo, reconhecimento de que o acionista minoritário, não por particular fragilidade técnica ou econômica, mas pela posição naturalmente desvantajosa que ocupa no mecanismo de formação da vontade social, ditada pelo princípio da maioria, reclama, do ordenamento jurídico, tutela específica no sentido da conservação do acordo de acionistas, instrumento imprescindível à sua participação efetiva naquela companhia e, em consequência, para a preservação de seu investimento – forma de expressão da livre iniciativa e da autonomia privada, tutelada como valor e princípio constitucional. Em tal contexto, portanto, a boa-fé objetiva, informada pelos princípios constitucionais da isonomia e da solidariedade (art. 5º, caput, e 3º, I, da CF/1988), deve ser interpretada como vetor – importantíssimo, vale sublinhar – destinado a assegurar as finalidades econômicas e sociais objetivadas pelas partes” (TEPEDINO, 2012, p. 477).

2.3.2 Cláusula de *buy or sell*

Outro mecanismo contratual usualmente previsto nos acordos de acionistas é a chamada cláusula *buy or sell*. Essa cláusula, também conhecida como *buy-out*, confere aos sócios o direito recíproco de comprar ou vender as ações entre si. Em parecer específico sobre o tema, José Edwaldo Tavares Borba destaca:

Essa cláusula impõe ao sócio, em determinadas situações de impasse, a alternativa, face ao outro, de comprar ou vender as ações da companhia de que participam. Afigura-se solução extremamente inteligente, dotada de elevado conteúdo de equidade, tanto que cabe ao interessado na oferta de compra ou venda (*buy or sell*) fixar o preço por ação pelo qual comprará todas as ações do outro sócio, ou a ele venderá todas as suas ações. Obtém-se, por esse processo, um desfecho extremamente equitativo, inspirado nos mais elevados ideais de justiça, e, ao mesmo tempo, alcança-se, através da concentração das ações em poder de um só dos grupos desavindos, o retorno da harmonia social” (BORBA, 2007, p. 8).¹⁷⁶

Do ponto de vista procedimental, essa cláusula funciona de forma bastante objetiva. Imagine-se uma sociedade em que há apenas dois sócios com participação societária relevante; o sócio “A” com 45% e o sócio “B” com 54% do capital social. Uma vez instaurada a cizânia entre eles, e desde que preenchidas determinadas condições estipuladas no acordo de acionistas, o sócio “A”, insatisfeito, tem o direito de fazer uma oferta de compra das ações de “B”. Uma vez recebida a oferta de compra, o sócio “B” tem apenas a seguinte alternativa: ou vende suas ações para “A”, ou compra as ações de “A”, sempre pelo mesmo preço por ação da oferta original.¹⁷⁷

Como se pode constatar, nada obstante a sofisticação jurídica, a cláusula *buy or sell* é dotada de enorme simplicidade procedimental. Sua principal vantagem consiste na eliminação de divergências sobre preço justo, pois o ofertante tem incentivos econômicos para fazer uma

¹⁷⁶ BORBA, J. T. (2007), p. 8.

¹⁷⁷ Segundo Mary Hanson: “Where two individuals or entities each own 50% of a Corporation, a ‘forced buy/sell’ provision can be very useful. Such a provision allows one shareholder to give the other a buyout offer. The recipient of the offer must either accept the offer and be bought out or turn the offer around and purchase the interest of the first shareholder at the same price and upon the same terms as the first shareholder’s offer. This arrangement assures that the price and terms are fair, since the shareholder making the offer may end up receiving the purchase price rather than paying it” (MARY, 2015). Tradução livre: Nos casos em que uma sociedade é formada por duas pessoas físicas ou jurídicas, cada uma com 50% de uma companhia, a estipulação de uma cláusula *buy or sell* pode ser muito útil. Tal disposição permite que um acionista faça uma oferta de compra das ações do outro. O destinatário da oferta deve aceitar a oferta e ser comprado ou inverter a oferta e comprar a participação do primeiro acionista pelo mesmo preço e nas mesmas condições da primeira oferta. Esse arranjo assegura que os preços e os termos são justos, uma vez que o acionista ao fazer a oferta sabe que pode acabar recebendo tal preço de compra em vez de pagá-lo.

oferta justa, na medida em que pode ser obrigado a vender suas ações pelo mesmo valor por ação, se o ofertado assim o desejar.¹⁷⁸

Note-se que a cláusula *buy or sell* consubstancia uma hipótese de *call option* mesclada com uma *put option*.¹⁷⁹ Ao promover a oferta de compra das ações do outro acionista por determinado valor por ação, já se estará, ao mesmo tempo, fazendo uma oferta de venda de suas ações, na qual mantém este mesmo preço por ação. Aquele que exerce o direito contido

¹⁷⁸ Maria Angeles de Frutos e Thomas Kittsteiner traçam um paralelo entre a cláusula *buy or sell* e o método da justa “divisão da torta”, em que um divide, e o outro escolhe: “*Buy/sell clauses are a variant of the divide-and-choose method for dividing a cake, which plays an important role in the literature on fair division. This method for allocating a good among parties is generally defined as a mechanism where one party proposes a division of the good and the other party choose the portion of the division she prefers. If the good is indivisible, the division can be accomplished with money so that one party proposes a price, and the other party choose to, either accept the price, or, to take the good and pay the first party that price. Under complete information, this mechanism ensures an efficient dissolution and favors the proposer, since she is aware of all possible gains from trade and can completely exploit these. If, however, parties only know their own valuation and just have an estimate about the partner’s valuation, it may result in inefficient allocations (see Macafee [1992]). Nevertheless, the mechanism can render efficient allocations if the proposer is the ‘right’ partner, i.e. the partner who perceives herself as equally to be seller and buyer*” (DE FRUTOS & KITTSTEINER. *Research Papers in Economics*. 2004, p. 2). Tradução livre: Cláusulas *buy or sell* são uma variante do método justo de divisão de um bolo, no qual um divide o bolo e o outro escolhe a fatia, a qual desempenha importante papel na literatura sobre divisão justa. Esse método de atribuição de um bem entre duas partes é geralmente definido como um mecanismo pelo qual uma parte propõe uma divisão de um bem, e a outra escolher a parte da divisão que ela prefere. Se o bem é indivisível, a divisão pode ser realizada com dinheiro, caso em que uma parte propõe um preço, e a outra parte escolhe entre aceitar o preço, ou ficar com o bem e pagar para a outra parte o preço que esta tinha proposto. Nos casos em que informações completas sobre o bem estiverem disponíveis, esse mecanismo garante uma dissolução eficiente e favorece o proponente, uma vez que este está ciente de todos os ganhos possíveis que o bem pode gerar. Se, no entanto, as partes só conhecem a própria avaliação e apenas têm uma estimativa sobre a avaliação do parceiro, isso pode resultar em alocações ineficientes (ver Macafee [1992]). Mesmo assim, o mecanismo pode tornar alocações eficientes se o proponente é o parceiro 'direito', ou seja, o parceiro que se percebe como igual, tanto para ser vendedor quanto para ser comprador.

¹⁷⁹ Guilles Chemla, Miichel A. Habib e Alexandrer Ljungvist, no artigo intitulado “*An Analysis of Shareholder Agreements*”, após analisarem a função dos diversos mecanismos de liquidez – *tag-along*, *drag-along*, *demand right*, *piggy-bback right*, *call option*, *catch-up* – ressaltam que todos esses direitos são, em essência, direitos de opções: “*Each clause can be viewed as an option. The price of each option is determined endogenously after the valuation is realized. The option is explicit in the case of the put and call option, and implicit in the case of the remaining clause. In particular, drag-along right and catch-up clauses are forms of call option, whereby a party can call his partner’s stake. Tag-along rights are form of put option, whereby a party can put his stake to a trade buyer. These (implicit) option are state-dependent, for their exercise is dependent on the appearance of a trade buyer. The state-dependent of the option is important, for it avoids the simultaneous exercise of conflicting option and confines the option holder’s ability to exploit the strong bargaining power conferred by the option to the state in which the option can be exercised. This is in contrast to the state-independent bargaining power conferred by ownership*” (CHEMLA, HABIB, & LJUNGQVIST. *An Analysis of Shareholder Agreements*. 2004, p. 2). Tradução livre: Cada cláusula pode ser vista como uma opção. O preço de cada opção é determinado endogenamente após a avaliação. A opção é explícita no caso da opção de venda e compra, e implícita nos demais casos. Em particular, direitos de venda conjunta (*drag-along*), e cláusulas de recuperação de valor (*catch-up*) são formas de opção de compra, em que uma parte pode comprar participação de seu parceiro. Direitos de venda conjunta (*tag-along*) são forma de opção de venda, em que uma parte pode exigir que sua participação seja alienada conjuntamente às ações do sócio alienante. Essas opções (implícitas) são dependentes, pois seu exercício depende do aparecimento de um comprador. O estado de dependência da opção é importante, pois evita o exercício simultâneo de opções conflitantes e limita a capacidade do detentor da opção de explorar o forte poder de barganha conferido pela opção no caso de esta poder ser exercida. Isso está em contraste com o poder de negociação independente conferido pelo proprietário.

na cláusula *buy or sell* tende a fazer uma oferta justa, na medida em que, conforme já ressaltado, pode ser obrigado a vender as suas ações pelo mesmo preço por ação.

A cláusula *buy or sell* pode consubstanciar tanto um instrumento de aquisição do controle quanto um mecanismo de liquidez.¹⁸⁰ Através dessa cláusula, um sócio minoritário, por razões estratégicas, pode adquirir as ações do controlador, e tornar-se, ele próprio, o controlador.¹⁸¹

Da mesma forma, a cláusula pode ser utilizada como meio de conferir liquidez às ações minoritárias. Como se sabe, uma participação minoritária em uma sociedade fechada padece de falta de liquidez. Pelas razões já expostas neste estudo, dificilmente alguém adquiriria tal participação. As ações do controle, por sua vez, são dotadas de muito maior liquidez, na medida em que quem as adquirir terá o poder de mando sobre a sociedade. Logo, uma forma de o minoritário conferir liquidez ao investimento é adquirindo o controle da sociedade, para em seguida aliená-lo. Nesse desiderato, pode-se mostrar útil para o minoritário a previsão da cláusula *buy or sell* no acordo de acionistas pactuado.

Apesar de a cláusula *buy or sell* ser estruturalmente perfeita, na medida em que afasta discussões acerca da justiça do preço, alerta-se quanto ao risco de ela ser utilizada de forma disfuncional.

No meio empresarial, a competitividade é intensa. A despeito das exigências da boa-fé e da vedação do abuso do direito, trata-se de um ambiente intrinsecamente agressivo. Esse mesmo cenário reflete-se também dentro das sociedades, onde sócios, que nem sempre travam entre si as melhores relações, agem no limite da legalidade para alcançar seus objetivos.

Nesse ambiente, a cláusula *buy or sell* pode apresentar alguns riscos, e até mesmo ser utilizada de forma disfuncional; ou seja, pode ser aplicada não para resolver de forma justa

¹⁸⁰ Klein & Ramseyer, destacando a natureza contratual da cláusula *buy or sell*, asseveram: “*Buy-out, or buy-sell agreements is an agreement that allows a partner to end her or his relationship with the other partners and receive a cash payment, or series of payments, or some assets of the firm, in return for her or his interest in the firm. There are many possible approaches. A good buy-sell agreement must be tailored to the needs and circumstances of each firm*” (apud (BORBA, 2007, p. 16). Tradução livre: *Buy-out*, ou cláusula de compra e venda, é um acordo que permite a um parceiro acabar com o relacionamento com o outro parceiro e receber um pagamento em dinheiro, ou uma série de pagamentos, ou alguns ativos da empresa, em troca de sua participação acionária na sociedade. Existem muitas abordagens possíveis. Um bom acordo *buy-sell* deve ser adaptado às necessidades e circunstâncias de cada empresa.

¹⁸¹ Deve-se estar ciente, contudo, que, caso se trate de uma companhia aberta, a alteração do controle implicará a necessidade de efetuar uma oferta pública. A respeito desse ponto, Nelson Eizirik ressalta: “Tal modalidade de cláusula, útil para a resolução de conflitos que impeçam a permanência das partes no acordo, é de difícil execução em companhias abertas, uma vez que pode acarretar a alienação do controle, com a obrigatoriedade de promover oferta pública para aquisição das ações dos acionistas minoritários. Assim, sua utilidade é recomendável apenas no caso de companhias fechadas” (EIZIRIK, 2011, p. 716).

uma disputa normal de sócios, mas sim como meio para um sócio expropriar ilegitimamente patrimônio do outro.

Imagine-se a seguinte situação: uma sociedade é conformada por dois sócios, sócio “A” com 49% e sócio “B” com 51% do capital social. Ocorre que, nesse exemplo hipotético, “A” acabou de fazer a aquisição de uma terceira sociedade, e, por este motivo, está com pouca disponibilidade de caixa, embora saudável financeiramente. Caso “B” tome conhecimento de tal aquisição, bem como da fragilidade financeira momentânea de “A”, poderia, valendo-se desta fragilidade, disparar a cláusula *buy or sell*, oferecendo um preço depreciado por ação. Ciente de que “A” está descapitalizado, e teria que obter um financiamento bancário oneroso para fazer face a uma contraproposta, “B” teria colocado “A” em verdadeiro xeque-mate. Como ressalta Carlos Augusto da Silveira Lobo:

Frequentemente referido como *buy-or-sell*, é negócio bilateral em que qualquer das partes pode oferecer à outra comprar as ações por esta possuídas, ou vender-lhe suas ações pelo mesmo preço unitário e nas mesmas condições de pagamento aplicáveis tanto à compra quanto à venda. A parte que recebe a oferta fica obrigada, à sua escolha, ou a comprar da ofertante ou a vender-lhe suas ações nos termos da oferta. **Essa cláusula é utilizada para resolver impasses ou dissolver associações quando se rompe a *affectio societatis*, mas tem o efeito de favorecer a parte que tiver mais recursos e maior liquidez para pagar o preço.** Segundo as estipulações do acordo, a oferta pode ser feita a qualquer tempo, dentro de prazo, ou ocorrendo condições preestabelecidas (LOBO, 2009, p. 470). (Grifo nosso).

O sócio “B” poderia oferecer um preço por ação depreciado na exata medida do custo do financiamento que “A” teria de tomar. O lucro ilícito seria, então, essa exata diferença. Deve o ordenamento jurídico tutelar esse tipo de comportamento? Entendemos que tais condutas disfuncionais não são merecedoras de tutela.

Observe-se que, estruturalmente, o exercício da cláusula *buy or sell* é perfeito. Contudo, se a questão for analisada funcionalmente, a ilicitude poderá emergir no caso concreto, sempre que a má-fé venha a ficar devidamente comprovada. Deve o direito tutelar a estrutura da cláusula, aplicando o direito contratual de forma mecanizada, ou deve buscar a função dos institutos, e a partir disso analisar o merecimento de tutela?

Ora, constatado e comprovado o estratagema montado por “B”, entende-se que o direito não deve tutelar este tipo de comportamento. Além de desconforme com a função jurídica da cláusula, validar o exercício abusivo de direitos representaria a tutela da esperteza improdutiva.

Como destaca Maria Celina Bodin de Moraes:

[...] ao tempo do Código civil de 1916, a doutrina nacional parecia mais preocupada em se manter no terreno da mera classificação dos contratos do que, propriamente, em investigar a função dos negócios jurídicos e, desta forma, através do exame de sua eficácia essencial, proceder à qualificação e, conseqüentemente, ao juízo de merecimento de tutela que é imperioso realizar em relação a cada negócio [...]. O princípio, tantas vezes repetido, segundo o qual ‘o que não é proibido é permitido’ há muito não corresponde aos valores que presidem as relações jurídicas de matriz privada. [...] Além disso, limitam a vontade privada institutos tais como o já aludido abuso do direito, a fraude à lei, os princípios da boa-fé e da probidade, bem como da função social dos contratos. [...] a principal utilidade da análise do elemento causal é apontada, exatamente, no serviço que presta como meio de recusa de proteção jurídica a negócios sem justificativa ou sem significação social (BODIN DE MORAES, 2010, p. 290,293,297).

Assim sendo, pode-se asseverar que os tribunais não devem tutelar procedimentos que, embora estruturalmente lícitos, violem a função dos institutos¹⁸², na medida em que, ao tutelar tais condutas, estar-se-ia prejudicando o desenvolvimento nacional (art. 3. II da CF), inibindo o investimento produtivo, e estimulando ainda a má-fé.

¹⁸² Como destaca Pietro Perlingieri, ao discorrer sobre a hierarquia dos valores e merecimento de tutela do ato, “para evitar os perigos de um estruturalismo árido, de maneira a subtrair-se ao fascínio de doutos questionamentos sobre o consentimento, sobre a troca sem diálogo e sem acordo, é necessário deslocar a atenção para os aspectos teleológicos e axiológicos dos atos de autonomia negocial, para o seu merecimento de tutela segundo o ordenamento jurídico. Isto representa o sinal de uma forte mutação no enfoque hermenêutico e qualificador do ato e, sobretudo, de um modo mais moderno de considerar a relação entre a lei e a autonomia negocial, configurada unitariamente; de maneira que a hierarquia dos valores, com base na qual exprimir o juízo de valor é preestabelecida nas fontes normativas hierarquicamente superiores, enquanto a iniciativa e as modalidades de suas realizações concretas são mais do que antes reivindicadas, em uma espécie de subsidiariedade, à liberdade das partes interessadas” (PERLINGIERI, 2008, p. 358-359).

2.3.3 Do controle funcional do direito de preferência

2.3.3.1 Conceito de direito de preferência

No que concerne ao direito societário, o direito de preferência consiste na prerrogativa de adquirir ações da companhia, em qualquer emissão primária de ações.¹⁸³ O direito de preferência pode ser estipulado também contratualmente, hipótese em que opera efeitos apenas entre os convenientes.

A própria legislação já assegura aos acionistas o direito de preferência para a aquisição de ações nas emissões primárias (ações novas), conferindo também a esse direito o *status* de direito essencial. Segundo o art. 109, IV, da Lei 6.404/76, nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista do direito de preferência para a subscrição de ações¹⁸⁴, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição. Igual direito é conferido ao quotista de limitada, na medida em que, consoante o disposto no §1º do art. 1.081 do CC, até trinta dias após a deliberação de aumento de capital, terão os sócios preferência para participar do aumento, na proporção das quotas de que sejam titulares.

Afigura-se usual a previsão do direito de preferência nos acordos de acionista (consagrado no direito norte-americano como *right of first refusal*). Visto que a legislação já trata do direito de preferência no caso de emissões primárias, em regra caberá aos acordos de acionistas tratarem do direito de preferência para aquisição de ações velhas, ou seja, aquelas já sob titularidade dos membros do acordo.¹⁸⁵ Excepcionalmente, o acordo poderá tratar

¹⁸³ “Oferta pública de distribuição, primária ou secundária, é o processo de colocação, junto ao público, de um certo número de títulos e valores mobiliários para venda. Envolve desde o levantamento das intenções do mercado em relação aos valores mobiliários ofertados até a efetiva colocação junto ao público, incluindo a divulgação de informações, o período de subscrição, entre outras etapas. As ofertas podem ser primárias ou secundárias. Quando a empresa vende novos títulos e os recursos dessa venda vão para o caixa da empresa, as ofertas são chamadas de primárias. Por outro lado, quando não envolvem a emissão de novos títulos, caracterizando apenas a venda de ações já existentes - em geral dos sócios que querem desinvestir ou reduzir a sua participação no negócio - e os recursos vão para os vendedores e não para o caixa da empresa, a oferta é conhecida como secundária (*block trade*). Além disso, quando a empresa está realizando a sua primeira oferta pública, ou seja, quando está abrindo o seu capital, a oferta recebe o nome de oferta pública inicial ou IPO (do termo em inglês, *Inicial Public Offer*). Quando a empresa já tem o capital aberto e já realizou a sua primeira oferta, as emissões seguintes são conhecidas como ofertas subsequentes ou, no termo em inglês, ‘follow on’.” Disponível em: http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/ofertas_publicas.html. Acesso em: 03.06.2015.

¹⁸⁴ Informe-se que o direito de preferência pode ser afastado nos casos do art. 172 da Lei 6.404/76.

¹⁸⁵ Como ressalta Arnold Wald, em parecer específico sobre o direito de preferência nos acordos de acionistas: “O direito de preferência na subscrição visa a garantir, ao acionista, a manutenção da sua posição no capital social, sendo assim *intuitu pecuniae*. Já a preferência na venda de ações atende ao caráter personalista da

também da cessão do direito de preferência (art. 171, §6º, da Lei 6.404/76), hipótese em que se estará em sede de emissões primárias.

O principal objetivo dos convenientes, quando pactuam uma cláusula de direito de preferência, é impedir o ingresso de um sócio indesejado. O professor Albert H. Choi destaca que, embora tais cláusulas representem uma restrição à transferibilidade das ações, as cortes americanas as têm entendido como legítimas e razoáveis, na medida em que o eventual ingresso de um sócio problemático ou oportunista pode reduzir o valor da companhia.¹⁸⁶

Normalmente, o direito de preferência previsto nos acordos de acionistas obriga o alienante a comunicar aos demais membros do acordo que recebeu uma oferta de compra, e pretende alienar suas ações ao ofertante. Pela cláusula de preferência, qualquer dos demais membros do acordo tem o direito de adquirir as ações ofertadas, pelo mesmo preço e nas mesmas condições da oferta recebida. O acordo de acionistas deve estipular regras para a hipótese de mais de um membro do acordo desejar exercer o direito de preferência.

Trata-se, portanto, de uma obrigação condicional de contratar. A eficácia da cláusula mantém-se suspensa até que uma notificação de venda seja expedida. Até esse momento, não há aquisição de direitos por nenhuma das partes. Por iguais razões, não há dívida de qualquer das partes do acordo, pois nenhuma obrigação pode ser exigida de quaisquer dos convenientes. O que há é mera expectativa de direito.¹⁸⁷

sociedade de capital fechado, sendo *intuitu personae* e destinando-se a evitar que haja uma mudança substancial da composição acionária da empresa, sem a concordância de todos os interessados. Protege-se, assim, a *affectio societatis* que pressupõe, na empresa fechada, a convivência harmoniosa de interesses de pessoas que colaboram para um fim idêntico, dentro de uma política fixada pela maioria, com a adesão inicial dos minoritários” (WALD, 2006, p. 123).

¹⁸⁶ “When the value from the relationship is sensitive to identify the partner, the right allows the right holder to preempt the possibility of an incompatible partner (and a lower value from the relationship) by buying out the entire property. For instance, in a closed Corporation context, some argue that adopting a right of first refusal provides the shareholders the leverage in being able to choose the future partners in the transaction and thereby preserve the value of the firm. In accordance, the courts have upheld its legality as being a ‘reasonable’ restriction on transferability of the encumbered property”. (apud WALD, 2006, p. 124). Tradução livre: Quando o valor da relação é sensível para identificar o parceiro, o direito permite que o sócio tenha preferência na aquisição de participação, evitando assim a entrada de um sócio incompatível (e um valor mais baixo decorrente deste quadro acionário). Por exemplo, em uma sociedade fechada, alguns argumentam que a adoção de um direito de preferência dos acionistas fornece o poder de ser capaz de escolher os futuros parceiros na transação e, assim, preservar o valor da empresa. Em conformidade, os tribunais têm defendido a sua legalidade como sendo uma restrição “razoável” dos processos de transferência de propriedades oneradas.

¹⁸⁷ Modesto Carvalhosa entende que o direito de preferência não se confunde com a opção: “[...] diferentemente da opção, o direito de preferência convencionado no acordo de bloqueio resulta da realização de duas operações jurídicas prévias: (i) a conclusão do pacto de preferência e a posterior (ii) decisão de vender a terceiros. Uma vez realizadas essas duas operações, o direito de preferência torna-se um concurso, como referido, que levará um ou vários credores da obrigação a adquirir essas ações – se assim o desejarem - dentro dos prazos de aceitação constantes do acordo respectivo. Uma vez consumado o direito de aquisição, observada a preferência de ordem, o beneficiário pactuante ou, na desistência deste, o terceiro, pratica o ato suficiente para formar o contrato definitivo de compra. O acionista pactuante que prometeu a preferência não poderá opor-se legitimamente ao exercício do direito, desde que regular e literal, do direito de preferência previamente ajustado. Encontra-se ele,

Apenas se e quando materializado, pela notificação de venda, o interesse de alienar, é que a eficácia do direito de preferência exsurgirá, passando o ofertante a ser devedor de uma obrigação, qual seja a de alienar suas ações para os titulares do direito de preferência que acolherem a oferta.¹⁸⁸

Por fim, vale destacar que Modesto Carvalhosa entende serem passíveis de anulação em juízo previsões contratuais que determinassem o direito de aquisição por “valor descontado”. Por exemplo, o alienante notifica os convenientes de que recebeu uma oferta de compra de suas ações por 100. Não se sustentaria juridicamente, segundo o renomado jurista, uma cláusula que assegurasse aos convenientes do acordo o direito de exercer o direito de preferência por 80, pois isto representaria enriquecimento sem causa, e seria, portanto, confiscatório.¹⁸⁹

Ousa-se discordar. Na mesma linha do que é sustentado no item 2.3.1.3, entende-se que deve ser analisada a equação contratual da avença, e a partir dela verificar o equilíbrio contratual. Adotar uma postura paternalista, afastando cláusulas livremente pactuadas por agentes econômicos em posição de paridade, deve ser uma atitude extrema, apenas admissível quando estiver comprovado, a partir de uma visão sistemática do contrato, o desequilíbrio das prestações no caso concreto.

2.3.3.2 Direito de primeira oferta

Não se deve confundir direito de preferência com direito de primeira oferta. No direito de preferência, o acionista que desejar alienar suas ações notifica os demais membros do acordo de que pretende alienar suas ações e informa-os da oferta recebida. Os convenientes do acordo terão a prerrogativa de exercer ou não o direito de preferência na aquisição, pelas mesmas condições da oferta, preferindo o ofertante externo.

neste caso de regular exercício do direito pré-constituído, em uma situação de sujeição. Conforme Santoro-Passarelli, trata-se de uma relação em que o titular pode querer sobre a esfera jurídica do sujeito passivo, o qual não pode e não deve fazer nada, e apenas tem de sujeitar-se às consequências, desde que estritamente regulares, da sua anterior declaração de vontade” (CARVALHOSA, 2011, p. 288).

¹⁸⁸ Como destaca Luiz Gastão Paes de Barros Leães, em parecer sobre direito de preferência previsto em acordo de acionistas, “[...] deste pacto nasce uma obrigação típica de não-fazer (*non facere*): a obrigação de o vendedor não contratar com terceiro se, em condições de igualdade, o credor se dispuser a fazê-lo. O direito de preferência desse credor, correlato à aludida obrigação, empresta, assim, ao bem objeto da relação contratual, caráter de inalienabilidade relativa e pessoal – relativa porque não retira a negociabilidade, senão em face exclusivamente do interesse pessoal do titular da preferência” (LEÃES, 2004, p. 885).

¹⁸⁹ “De qualquer maneira, a fixação de preço representaria, sempre, valor injusto, em detrimento do patrimônio do acionista alienante, além de contrariar a própria natureza do negócio, que é o de (i) preferência jurídica, (ii) em igualdade econômica de preços, e (iii) condições livres suspensivamente ajustadas com terceiros” (CARVALHOSA, 2011, p. 292).

No direito de primeira oferta, inverte-se a dinâmica dos fatos. O acionista notifica os demais membros do acordo de que pretende alienar suas ações, e confere a eles o direito de fazer a primeira oferta. Caso algum membro do acordo tenha interesse em adquirir as ações do alienante, caberá ao primeiro fazer uma oferta de compra. Com essa oferta em mãos, o acionista alienante poderá procurar no mercado alguém disposto a adquirir suas ações, mas só poderá aliená-las para uma pessoa externa ao acordo de acionistas, se essa alienação se der por um valor superior ao da oferta recebida pelo membro do acordo, ou se a oferta externa se der em condições mais vantajosas, hipótese em que o acordo deverá estipular critérios para verificar o que seriam condições mais vantajosas (por exemplo, pagamento à vista, por preço menor, pode ser mais vantajoso do que pagamento maior parcelado em muitos anos, etc.).

O que seria mais conveniente? Estipular no acordo uma cláusula de direito de preferência ou uma cláusula de direito de primeira oferta? A resposta depende do caso concreto.

Cabe ao advogado orientar o cliente a respeito das vantagens e desvantagens de cada uma dessas cláusulas. Se o cliente tiver a pretensão de permanecer na empresa por muitos anos, a melhor opção seria a estipulação do clássico direito de preferência. Mas se o acionista tiver a pretensão de se desfazer da ação em curto ou médio prazo, deveria optar pela cláusula de primeira oferta. Vejamos o porquê.

O processo de decisão pela aquisição de uma participação acionária no mercado de *private equity* mostra-se normalmente dispendioso. Previamente à aquisição, deve-se contratar uma *due diligence* financeira, contábil e jurídica, o que pode representar alto custo. Além disso, a análise da documentação disponibilizada e a elaboração dos contratos prévios à aquisição, tais como o contrato de investimento, a reforma ou reelaboração de novo acordo de acionistas, demandam tempo e mobilização de muitas pessoas.

Imagine-se ter todo esse trabalho para, ao fim do processo, algum membro do acordo de acionistas, ao receber a notificação de que o ofertante pretende vender suas ações para um terceiro nas condições “tais e quais”, notificar o alienante de que vai exercer a preferência nas condições “tais e quais”. Tal risco é um fator de desestímulo, que afeta a liquidez do investimento, pois muitos potenciais compradores poderão, em virtude deste risco, perder o interesse na aquisição. Ou, então, poderão fazer uma análise sumária, extremamente depreciada, o que acabaria por prejudicar o acionista alienante, e beneficiar os outros

membros do acordo de acionistas que poderão exercer o direito de preferência nestas condições depreciadas.¹⁹⁰

Para um acionista que precise de liquidez, o melhor caminho não é estipular o direito de preferência, mas sim o direito de primeira oferta. Nesta, o acionista que pretenda alienar suas ações vai oferecê-las aos demais membros do acordo, que terão o direito de fazer a primeira oferta de compra. Recebida a “primeira oferta” de algum dos convenientes do acordo, o alienante não poderá alienar suas ações a terceiro senão por preço superior. Ele terá, então, um prazo para sondar no mercado se alguém estaria disposto a cobrir aquela oferta. Obtida uma proposta mais vantajosa, o acionista alienante poderá alienar diretamente suas ações. A única coisa que o alienante não poderá fazer será alienar suas ações para um terceiro por valor menor ou igual ao da oferta recebida de um membro do acordo. Todavia, a fim de evitar que a oferta do terceiro represente uma superioridade apenas irrisória, convém que se estabeleça uma margem de, por exemplo, 10%, como condição para que a oferta do terceiro possa prevalecer sobre a primeira oferta.

Como se pode perceber, a cláusula de primeira oferta é mais equitativa, e tem o potencial de atrair mais investidores para o “leilão”, pois nesta sistemática, se a oferta subsequente for superior à primeira oferta, o terceiro não correrá o risco de um antigo membro do acordo simplesmente cobrir a oferta.

¹⁹⁰ José Virgílio Lopes Enei destaca que: “Imaginar-se-ia que a restrição imposta à alienação das ações pelo direito de preferência é relativamente branda e que seria incapaz de trazer prejuízo ao sócio ofertante. Afinal, se o sócio ofertante deseja alienar suas ações, porque deveria se preocupar com a identidade de seu comprador final, um terceiro ou seu próprio sócio, se as condições de preço forem rigorosamente as mesmas? A prática moderna revela, entretanto, que tal restrição pode não ser inócua ao acionista ofertante, podendo reduzir substancialmente o valor de venda das ações ofertadas. Isso porque terceiros potencialmente interessados na aquisição das ações ofertadas muitas vezes se recusarão a investir tempo e recursos na elaboração da melhor proposta que poderia apresentar se souberem que, apensar de todo seu esforço, subsiste a grande chance de não concretizarem o negócio em função da preexistência de um direito de preferência, para o qual correm o risco de servir de mera base comparativa. Terceiros podem, assim, ser incentivados a formular propostas tímidas, que não requeiram grande investimento de tempo ou recursos (por exemplo, na identificação de sinergia ou medidas que possam mitigar os riscos revelados pela auditoria legal) e que, em última instância, se baseiem em premissas bastante conservadoras de avaliação do valor econômico das ações oferecidas. Essas propostas tímidas, por sua vez, acabam servindo de parâmetro ao exercício do direito de preferência, limitando o valor potencial ou as reais opções de venda do acionista ofertante. É por isso que muitos investidores de *venture capital e private equity* têm preferido a negociação, em seus acordos de acionistas, de *cláusulas de direito de primeira oferta*, em contraposição ao direito de preferência. Por meio do direito de primeira oferta, o acionista interessado em alienar suas ações tem a obrigação de solicitar aos seus demais sócios a apresentação de uma primeira proposta para a compra das referidas ações. Eventualmente, a cláusula pode atribuir ao acionista alienante a obrigação de apresentar uma primeira proposta de venda. Em quaisquer dos casos, a alienação pode ser consumada com base na primeira proposta de compra ou na primeira proposta de venda. Caso, todavia, não haja consenso entre os sócios, o acionista alienante ficará livre para, em prazo considerado razoável, alienar suas ações para terceiros, sem qualquer ônus ou direito de preferência, desde que o preço da venda seja superior ao preço oferecido na primeira oferta. Com isso, terceiros interessados terão incentivos para se esmerar em suas propostas, sabendo que a concretização do negócio não dependerá do crivo adicional dos sócios do acionista alienante” (ENEI, 2011, p. 734/735).

2.3.3.3 Estrutura e função na utilização do direito de preferência: análise de caso concreto

Analisa-se, a partir de agora, um caso concreto em que o direito de preferência, embora aplicado de forma estruturalmente perfeita, representou, do ponto de vista funcional, exemplo de aplicação disfuncional do direito.

Nesse caso, a sociedade contava com dois sócios, “Kilger” com 60 %, e “Nudus” com 40% do capital social. Em acordo de acionistas por eles celebrado, ficou estabelecido que se algum dos membros do acordo desejasse alienar a sua participação para um terceiro, o alienante deveria, antes de concluir a operação, notificar o outro membro do acordo para que este, se assim desejasse, exercesse o direito de preferência contratualmente previsto.

No caso concreto, havia ainda mais um detalhe, pois o acordo de acionistas previa, em suas disposições finais, que as partes não poderiam ceder ou atribuir nenhum dos direitos previstos no acordo a um terceiro, sem o consentimento da outra parte.

Tendo esse cenário como pano de fundo, “Kilger” resolve alienar sua participação na sociedade. Para tanto, convoca uma espécie informal de leilão privado, para que os eventuais interessados ofereçam suas propostas. As ofertas seriam realizadas após a assinatura de um termo de confidencialidade, que abria acesso a informações detalhadas da companhia, essenciais para que a oferta fosse feita. Note-se, contudo, que como se tratava de uma companhia de grande porte, atuante em segmento estratégico, foram estabelecidos contatos com apenas seis *players* do mercado, os únicos que teriam condições de efetuar a aquisição. Dentre eles, os principais interessados eram: “Cia Passim” e “Cia BJ”.

“Estranhamente”, contudo, a oferta de “Passim” vazou para a imprensa, informando-se que seria de US\$ 302 milhões de dólares. Após o vazamento da notícia, o outro ofertante, “BJ”, que se especulava ser o principal interessado na aquisição, reduziu sua oferta, de US\$ 352 milhões para US\$ 332 milhões.

Apesar dessa redução, a proposta vencedora foi a da “Cia BJ”, no valor de US\$ 332 milhões. Em respeito ao acordo de acionistas, essa proposta foi encaminhada para o acionista “Nudus”, para o eventual exercício do direito de preferência. “Nudus” exerceu de fato a preferência, e adquiriu as ações de Kilger pelo preço da oferta vencedora.

Ocorre que, posteriormente à alienação, vem à tona uma informação sensível! O acionista “Nudus” havia celebrado com a “Cia Passim” um pacto secreto, pelo qual “Nudus” se comprometia a exercer a preferência, e “Passim” se comprometia a adquirir de “Nudus” 5/6 das ações da sociedade em questão.

Por meio de tal artifício, “Passim”, uma das principais interessadas nessa aquisição, perdeu todo o interesse no leilão. E o mais grave, em função do vazamento na imprensa de que sua oferta seria de apenas US\$ 302 milhões, bem menos do que a estimativa do mercado, tal fato certamente influenciou na inexplicável e não usual revisão da proposta do ofertante “BJ”, que a reduziu em nada menos do que 20 milhões de dólares.

Analisado esse caso sob uma perspectiva estritamente estrutural, não se vislumbra ilegalidade alguma. Analisado, contudo, sob uma perspectiva funcional, chega-se a conclusão diversa.

Embora “Nudus” tivesse o direito, tal como previsto no acordo de acionistas, de exercer a preferência pelo preço da proposta vencedora; bem como de, após a aquisição, alienar suas ações para quem ele bem desejasse, caso se analisem os fatos criticamente, a manobra fraudulenta exsurge com clareza.

Ao celebrar o mencionado pacto secreto, “Nudus” “retirou” do leilão o ofertante “Cia BJ”. Que interesse teria este ofertante em formular uma proposta séria, se ele já sabia que poderia, via um “direito de preferência indireto”, adquirir as ações?¹⁹¹

Como destaca José Edwaldo Tavares Borba, em parecer específico sobre esse caso:

A cessão de um direito pode ocorrer de forma transparente ou de forma dissimulada. No caso, a Nudus não exerceu a preferência para depois vender as ações. Cedeu a preferência previamente ao simulado exercício dessa preferência, e, ao adquirir as ações, no que concerne à parte cedida, não o fazia no seu interesse, mas sim no interesse de um terceiro, a Passim. Nem mesmo um exaltado apego ao formalismo conduziria a conclusão diversa, até mesmo porque, na data em que a Nudus exerceu a preferência, esta, no plano do direito material, já não lhe pertencia (BORBA, 2007, p. 263).

No caso, o acordo de acionistas proibia a cessão do direito de preferência. Estruturalmente, o direito de preferência não foi cedido, mas funcionalmente houve clara e evidente cessão do direito de preferência. Este ponto é ressaltado pelo referido jurista:

Quando as partes, em um contrato, proíbem a cessão de certos direitos, o objetivo não é, nem poderia ser, o de apenas guardar as aparências, de forma a permitir que a cessão pudesse se processar através de meios ocultos ou secretos, ou mesmo mediante expedientes fraudulentos, que, separando o plano da forma do plano da realidade, alcançassem exatamente o mesmo resultado que, segundo o contrato, estaria vedado. A Nudus era titular de um direito personalíssimo, o de adquirir as ações do outro membro do Acordo, se este se decidisse a vendê-las. Não lhe era

¹⁹¹Ao analisar os termos reais desse pacto secreto, percebe-se claramente o enorme interesse que “Passim” tinha nessa aquisição. Pelo pacto, “Passim” comprometia-se a suportar eventuais perdas e danos ou indenizações que o acionista “Nudus” viesse a sofrer, bem como a disponibilizar fundos para que “Nudus” exercesse a preferência.

facultado ceder esse direito a terceiro. Que fez então? Antes de exercer a preferência, contratou com um terceiro (Passim), de forma irrevogável e irrevocável, a transferência de 5/6 das ações adquiridas por via do direito de preferência, inclusive contando para tanto com recursos do próprio terceiro. Dados esses fatos, Nudus, na verdade, transforma-se em *trustee* da Passim, tanto que embora adquira as ações em seu nome, adquire-as para a Passim. Configura-se, no caso, um negócio fiduciário ou indireto, sendo a Nudus uma espécie de mandatário que, ao adquirir as ações em seu nome, na verdade as adquire para a Passim. Essa aquisição fiduciária de ações subentende, no plano da lógica jurídica, uma prévia cessão do direito de preferência. Se assim não fosse, a hipótese seria de fraude contratual, considerando que estaria sendo cometida uma burla, a fim de prejudicar direitos ou interesses (BORBA, 2007, p. 263/264).

De todo o exposto, observa-se uma violação do contrato em sua essência, em seus objetivos causais, e não em sua literalidade. Tal fenômeno tem sido referido ora como violação positiva do contrato¹⁹², ora como mora.¹⁹³ De todo modo, o que importa é que se está diante de descumprimento do contrato sobre o aspecto funcional.¹⁹⁴

Tradicionalmente, o adimplemento contratual decorre do cumprimento estático da obrigação principal. Já pela perspectiva funcional, não basta o simples cumprimento estático da obrigação principal; exige-se também o atendimento da função concretamente perseguida pelas partes com o negócio celebrado. Tem-se, na verdade, nova forma de analisar a questão

¹⁹² Alguns estudiosos do direito civil criticam a expressão violação positiva do contrato, alegando que seria melhor analisar esta questão sob o prisma da “mora”: “Enquanto no ordenamento alemão a questão acabou por ser endereçada legislativamente, no Brasil o instituto se deparou com uma construção sistemática do inadimplemento singular, especialmente com relação à mora. Enquanto a mora costuma ser conceitualmente definida como retardamento injustificado, isto é, uma violação no parâmetro do tempo do pagamento, nosso ordenamento define a mora no art. 394 do Código Civil como a não realização da prestação no “tempo, lugar ou modo” devidos. Diante deste cenário, a primeira questão que se coloca é se ainda há necessidade do reconhecimento de uma autonomia à violação positiva do contrato em nosso ordenamento ou se ela poderia ser completamente abarcada por este conceito alargado de mora” (KONDER, 2012, Boa-fé objetiva, violação positiva do contrato e prescrição: Repercussões práticas da contratualização dos deveres anexos no julgamento Resp nº 1.276.311, *Revista Trimestral de Direito Civil*, 50. p. 227).

¹⁹³ Aline Terra, em sua tese de doutorado, defende a ideia de que “[o] legislador conferiu à mora conceito amplo, a abarcar, além da violação do prazo, a inobservância do lugar e da forma contratualmente fixados. Em verdade, além da demora, a mora também resta configurada quando o devedor não observa o lugar em que deve prestar, ou presta de forma diversa da pactuada” (TERRA, *Cláusula resolutiva expressa: Regime jurídico e parâmetros funcionais para a sua fixação*. 2015. Tese de Doutorado (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015. p. 106).

¹⁹⁴ Em parecer específico sobre direito de preferência estipulado em acordo de acionistas, Arnoldo Wald destaca a importância da análise funcional do contrato: “Cabe acrescentar, ainda, que o intérprete deve dar mais atenção ao resultado econômico visado pelos contratantes, do que à forma ou à terminologia escolhida, aplicando-se a chamada interpretação econômica. [...] Cumpre salientar, outrossim, que o pensamento jurídico contemporâneo enfatiza a necessidade de se buscar soluções razoáveis. Dentro dessa orientação, aplicam-se, grosso modo, à interpretação dos contratos, as mesmas normas e princípios que foram consagrados em relação à hermenêutica legal, examinando a *ratio*, ou seja, a razão de ser da cláusula contratual, apreciando-a dentro do seu contexto e atendendo às suas finalidades” (WALD, 2006, p. 127).

do adimplemento, a qual se desprende de uma análise meramente estática, para ir em busca do elemento funcional.¹⁹⁵ Como demonstra o jurista Carlos Edison do Rêgo Monteiro:

Evoluiu-se de um estágio em que a relação jurídica obrigacional era simples e estática, voltada tão-somente ao cumprimento da prestação principal, para uma nova concepção, em que a situação subjetiva obrigacional revela-se complexa e dinâmica, no sentido de comportar, além das prestações principais, outras prestações secundárias, acessórias ou anexas. São esses deveres, decorrentes da boa-fé, que atribuem à relação o caráter de complexidade entrevisto pela doutrina contemporânea. Sob o mesmo influxo, justifica-se o atributo do dinamismo, isto é, a visão da “obrigação como processo” a caminhar para o cumprimento das obrigações. (MONTEIRO FILHO, 2008, p. 270).

Constata-se, assim, que “Nudus” violou funcionalmente o contrato, pois a violação decorre do modo pelo qual foi exercido um direito previsto no acordo de acionistas celebrado.

Por fim, cabe invocar ainda a teoria da tutela externa do crédito, que também se mostra aplicável ao caso ora analisado. Tradicionalmente, o direito contratual era calcado em três princípios fundamentais: princípio da autonomia privada, princípio da obrigatoriedade dos contratos e princípio da relatividade dos contratos. Atualmente, a doutrina tem destacado a necessidade de oxigenar esses princípios com novos princípios contratuais, tais como o da boa-fé objetiva¹⁹⁶, o do equilíbrio econômico entre as prestações, e o da função social dos contratos. Como assevera Gustavo Tepedino:

A boa-fé objetiva atua preponderantemente sobre a autonomia privada. O equilíbrio econômico atua preponderantemente sobre a autonomia privada. O equilíbrio contratual, por sua vez, altera substancialmente a força obrigatória dos pactos, dando ensejo a institutos como a lesão (art. 157, do Código Civil), a revisão e a resolução por excessiva onerosidade (art. 317, 478 e 479, do Código Civil). E a função social, a seu turno, subverte o princípio da relatividade, impondo efeitos contratuais que se tornam oponível a terceiros, ao mesmo tempo que os contratantes devem respeitar os titulares de interesses socialmente relevantes alcançados pela órbita do contrato

¹⁹⁵ Como destaca Anderson Schreiber: “Aqui, há de se examinar, em particular, a chamada violação positiva do contrato. Desenvolvida pelo jurista alemão Herman Staub, no início do século XX, a violação positiva do contrato nasce não como um instituto rigidamente definido, mas como uma noção ampla e flexível destinada a absorver hipóteses de descumprimento não contempladas pelo BGB, em especial aquelas relacionadas ao mau cumprimento da prestação. As críticas formuladas contra a teoria de Staub, que vão desde a negativa da pretendida lacuna no Código Civil alemão a objeções terminológicas variadas, não lograram inutilizar a sua construção” (SCHREIBER, 2013, p. 108).

¹⁹⁶ Como destaca Arnoldo Wald, “há que se ressaltar que o dever inerente à boa-fé objetiva se aplica às relações contratuais, mesmo que não haja expressa disposição contratual, na medida em que está vinculada e balizada pela função socioeconômica do negócio, significando, em síntese, o dever das partes contratantes de colaborar mutuamente para a consecução dos fins comuns perseguidos pelo contrato. Com efeito, os doutrinadores nacionais e estrangeiros vêm afirmando que os contratantes estão obrigados a negociar constantemente suas obrigações de acordo com os princípios da boa-fé e da lealdade, que se impõe não só na celebração, mas também na execução dos contratos” (WALD, 2006, p. 128).

(TEPEDINO, BARBOZA, & BODIN DE MORAES, *Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República*, 2006, p. 8).

A respeito de tal intromissão indevida na esfera contratual alheia, a doutrina diverge quanto ao fundamento da tutela externa do crédito: i) há quem sustente ser a função social do contrato a base da responsabilização do terceiro¹⁹⁷ e, ii) há quem sustente ser a boa-fé objetiva o fundamento.¹⁹⁸

Terceiros, portanto, também têm o dever de respeitar a relação contratual.¹⁹⁹ Segundo Judith Martins, “o art. 421 daria base para a recepção, no nosso ordenamento, de teoria já em curso no direito comparado, [...], conhecida, nos países de Civil Law como ‘eficácia externa das obrigações’, teoria que surge nos países de Common Law [...]”.²⁰⁰

A conduta de “Passim”, ao mancomunar-se com “Nudus” para fins de criar uma vedada cessão de direito de preferência, consubstancia, além de grave violação do princípio da boa-fé por parte de “Nudus”, intromissão ilícita de “Passim” na relação contratual estabelecida entre os acionistas “Kilger” e “Nudus”. A intromissão ilícita era tão clara, que no referido pacto secreto foi prevista uma cláusula pela qual o invasor comprometia-se a indenizar o acionista “Nudus” se este fosse processado.²⁰¹

Diante do exposto, conclui-se, a partir de uma análise funcional, que a conduta de “Passim” está em descompasso com os valores do ordenamento, razão pela qual não merece ser tutelada.

¹⁹⁷ “É com base na função social que ganha força a ideia de que o contrato não encerra uma relação posta entre parênteses, encapsulada, de interesse exclusivo para as partes que se encontram vinculadas contratualmente” (TEPEDINO, BARBOZA, & BODIN DEMORAES, *Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República*, 2006, p. 14).

¹⁹⁸ Nesse sentido, cf. MONTEIRO FILHO, Carlos Edison do Rêgo; BIANCHINI, Luiza Lourenço. (2012) “Breves considerações sobre a responsabilidade civil do terceiro que viola o contrato (tutela externa do crédito). In: TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luis Edson. *Diálogos sobre Direito Civil*, v. 3. RJ: Renovar.

¹⁹⁹ Cristiano Chaves de Farias e Nelson Rosenvald elucidam que a tutela externa do crédito é a possibilidade de responsabilização do terceiro pela ofensa ao dever de conduta: “Na linha da função social do contrato e da prevalência da eticidade, propugna-se por uma “tutela externa do crédito”, pela qual o terceiro seja responsabilizado, não propriamente pela prestação convencional, mas pela ofensa a dever de conduta nela consubstanciada. É inadmissível que a sociedade comporte-se como se o contrato não existisse, ou, se existisse, fosse algo estranho a ela, a ponto de ser ignorado” (FARIAS & ROSENVALD, 2007, p. 53-54).

²⁰⁰ MARTINS-COSTA, Judith. Reflexões sobre o princípio da função social dos contratos. *Revista Direito GV*, v. 1, n 1, maio/2005. p. 041-066.

²⁰¹ Vide a redação da Cláusula: “You [Passin] agree to indemnify, hold harmless and defend Nudus And Nudus’ Representatives from and against any and all claims, suit, losses, damages, cost, fees and expenses (including reasonable attorney’s fee and expenses) arising out of any other parties with respect to any use of the Material by you or your breach of any obligation hereunder” (BORBA, 2007, p. 267). Tradução livre: Você [Passin] concorda em indenizar, inocentar e defender Nudus e Nudus’ Representatives de e contra todas e quaisquer reivindicações, processos judiciais, perdas, danos, custos, taxas e despesas (incluindo honorários e despesas razoáveis de advogados) decorrentes de quaisquer outras partes com relação a qualquer uso do Material por você ou seu descumprimento de qualquer obrigação nos termos deste pacto.

2.3.3.4 Cláusulas de recuperação de valor (também chamadas de *clawback clauses* ou *catch-up clauses*) - Da eficácia pós-contratual

Analisa-se agora as cláusulas de recuperação de valor, também chamadas de *clawback clauses* ou *catch-up clauses*.²⁰² Vale destacar que, embora não consubstancie propriamente um mecanismo de liquidez, a estipulação de tais cláusulas mostra-se usual no bojo dos acordos de acionistas. Elas visam à preservação da probidade e boa-fé nos procedimentos de desinvestimento, impedindo manobras fraudulentas.

Imagine-se o seguinte exemplo: uma sociedade tem dois sócios, o controlador com 70% do capital social, e um fundo de investimento com 30% do capital social. A meta do fundo era fazer com a companhia abrisse o capital em 7 (sete) anos, momento em que se faria o desinvestimento. Ocorre que a companhia não atinge as métricas necessárias para efetuar o IPO, não restando ao fundo outra opção senão exercer a opção de venda (*put option*) em face dos controladores, alienando sua participação, e saindo, assim, do capital social.

Avente-se ainda que, logo após a saída do fundo de investimento, os controladores consigam fazer o IPO por um preço de venda por ação bem superior ao que teve direito o fundo de investimento que se retirara. Ou ainda, imagine-se que, após a saída do fundo de investimento, os controladores façam uma alienação privada de 30% do capital para um terceiro, por um valor por ação bem superior ao obtido pelo fundo de investimento que se retirara.

À primeira vista, poder-se-ia pensar que isso faz parte do jogo do mercado, que o fundo de investimento simplesmente vendeu mal sua participação, e não haveria ilicitude alguma no fato de os controladores, logo após recomprarem a participação do fundo, revenderem-na por um preço superior para terceiros.

A prática mostra que não é bem esta a realidade. Controladores mal-intencionados podem pôr em prática toda sorte de manobras financeiras e contábeis para impedir que uma empresa promissora atinja as métricas necessárias à abertura de capital. Os controladores podem ainda se valer do fato de os fundos de investimento contarem com um prazo

²⁰² Segue a definição de *catch-up clause*: “When a shareholder exercises a call option, the selling shareholder maintains a claim on part of the payoff subsequently realized by the first shareholder in trade sale or an IPO” (CHEMLA, HABIB, & LJUNGQVIST, 2004, p. 27). Tradução livre: Quando um acionista exercer uma opção de compra, o acionista vendedor mantém o direito de reivindicar uma parte da valorização subsequente das ações, evidenciada em uma venda privada ou um IPO.

relativamente rígido para efetuar o desinvestimento, o que pode os levar, em certos casos, a ser quase que compelidos a sair dos investimentos, muitas vezes suportando graves prejuízos.

Uma vez recompradas as ações do fundo de investimento por um preço depreciado, estariam os controladores livres para alienar suas ações pelo preço que desejassem? Ou ainda, promover um IPO a um preço por ação bem superior ao pago ao fundo de investimento que saíra, sem que este tenha direito de participar desta valorização? Tal é o ponto crucial a ser debatido neste item.

O artigo 422 do Código Civil é claro no sentido de que os contratantes devem guardar, tanto na conclusão do contrato quanto na sua execução, os princípios da probidade e boa-fé. Tais princípios deverão perdurar antes e também depois do encerramento da relação contratual, tendo em vista as consequências do negócio jurídico. Questão que se coloca é se a cláusula de *clawback* consubstanciaria um exemplo de responsabilidade "*post factum finitum*".

Pode-se entender que sim, na medida em que o alienante, ao transferir sua participação social para o controlador, retira-se da sociedade. Ao se retirar da sociedade, ele deixa de ser sócio, e, por conseguinte, “encerra-se” a relação contratual firmada no acordo de acionista.

Esse “encerramento”, contudo, deve ser colocado entre parênteses. Segundo a doutrina mais abalizada, a relação obrigacional consubstancia um processo dinâmico e funcionalmente determinado. Coube a Clóvis do Couto e Silva a divulgação no Brasil da ideia de relação obrigacional como “uma ordem de cooperação, um processo composto por várias fases interdependentes, ou seja, uma unidade que não se esgota na soma dos elementos que a compõem” (COUTO E SILVA, 2006, p. 19).

Segundo Clóvis do Couto e Silva (2006, p. 19), “[...] dentro dessa ordem de cooperação, credor e devedor não ocupam mais posições antagônicas, dialéticas e polêmicas”. Não se deve confundir a posição das partes antes e depois da assinatura do contrato. Antes de o contrato ser firmado, as partes estão de fato em posições antagônicas, na medida em que buscam alinhar um contrato que lhes seja o mais favorável possível. Uma vez firmado o contrato, transforma-se o *status* em que se encontravam, abrindo-se espaço ao tratamento da relação obrigacional como um processo em busca de um fim comum. E é justamente essa finalidade comum que determina a concepção da obrigação como um processo. Nessa fase, as partes não estão mais em posições antagonistas. O objetivo agora é levar adiante o que fora pactuado. Vale transcrever o texto a seguir, que bem sintetiza esse pensamento:

Tal entendimento que deve nortear o estudo do Direito das Obrigações, analisado em uma perspectiva dinâmica e funcional, em que avulta a necessidade de cooperação permanente entre os centros de interesse da relação obrigacional, à luz da solidariedade constitucional (TEPEDINO, BARBOZA, & BODIN DE MORAES, *Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República*, 2004, p. 494).

Mesmo que a cláusula de *clawback* não tenha sido estipulada no acordo de acionistas, a parte prejudicada ainda poderia, em tese, pleitear uma indenização com base na responsabilidade civil "*post factum finitum*". O fundamento seria o art. 422 do Código Civil, que, segundo a doutrina, merece interpretação extensiva do princípio da boa-fé²⁰³, “a despeito da referência literal do dispositivo à conclusão e à execução do contrato, entende-se que o comando deve incidir também na fase pós-negocial” (TEPEDINO, BARBOSA, & BODIN DE MORAES, *Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República*, 2006, p. 15).

Embora seja juridicamente viável o ajuizamento de uma ação de responsabilidade civil "*post factum finitum*" no caso em questão, esta ação enfrentaria um tortuoso processo probatório, em que seria necessária a demonstração da má-fé dos controladores.

A fim de atribuir estabilidade e segurança jurídica à relação, o melhor caminho é pactuar uma cláusula de recuperação de valor no acordo de acionistas, na qual seja estipulado que, dentro de certo lapso de tempo após a saída do sócio retirante, caso seja feita uma oferta pública de ações ou uma alienação privada por um preço por ação superior ao obtido pelo sócio retirante, os controladores estariam obrigados à reparação da diferença a maior para o ex-sócio.

²⁰³ “A principal transformação ocorrente na teoria das fontes é a existência de deveres resultantes da concreção do princípio da boa-fé. [...] Visa-se, mediante o princípio da boa-fé, instaurar uma ordem de cooperação entre os figurantes da relação jurídica. Esses deveres podem perdurar ainda depois de adimplido o crédito principal. O problema, em si, não é novo, pois já existia com as denominadas obrigações de garantia por vícios redibitórios e evicção. A doutrina, contudo, não o examinara, entre nós, mais detidamente. O princípio da boa-fé exige maior consideração aos partícipes do vínculo, às suas necessidades e interesses, o que permite definir-se o fato jurídico *lato sensu* como o fez o prof. Ruy Cirne Lima: ‘Fato jurídico não é, portanto, o contrato, de conclusão instantânea; mas os contratantes, o objeto do contrato, o contrato mesmo, e a própria coletividade social, a que aqueles pertencem. O todo condicionará a relação jurídica que, graças a essas conjugações, virá a surgir e perdurar’” (COUTO E SILVA, 2006, p. 169).

2.3.4 Direito de venda conjunta forçada - *Drag along*

O direito de venda conjunta forçada ou *drag-along* consiste no direito de um acionista, ao alienar suas ações, poder obrigar os demais a alienarem também as suas, nos termos e condições preestabelecidas. Na prática, o fundo investidor exige que o controlador da companhia investida aceite a inclusão desse direito no acordo de acionistas.

Como já foi ressaltado, caso a companhia investida não consiga abrir o capital dentro de um número razoável de anos contratualmente estipulado, que variará em função do porte e do setor específico da investida, o fundo precisará contar com mecanismos eficientes de liquidez. Normalmente, o primeiro mecanismo de liquidez a ser exercido é a opção de venda - *put option* -, mas se o controlador não dispuser de recursos, o caminho inevitável será o exercício do *drag-along*.

Segundo Andrade (2012, p. 20), apesar de estudos recentes demonstrarem que mais de 80% dos fundos de *private equity* utilizam o *drag-along* em seus acordos de acionistas, tal cláusula não recebeu ainda a devida atenção da doutrina brasileira. Modesto Carvalhosa assim define a cláusula de *drag along*:

Nele se prevê que, caso o acionista controlador receba uma proposta de aquisição de controle, este poderá, na forma prevista no acordo, exigir que os minoritários convenientes também vendam as suas ações ao proponente, pelo preço da oferta aceito pelo controlador. A função da *drag-along* é de ampliar o espectro de possíveis interessados na aquisição do controle, na medida em que estes podem não ter interesse em manter os atuais minoritários integrantes do acordo, seja, v.g. pelo seu perfil (fundos de investimentos, possíveis *strickers*) ou, então, visando ao futuro fechamento de capital (CARVALHOSA, 2011, p. 315).

Como se pode perceber, Modesto Carvalhosa trabalha com a definição de *drag-along* em que o controlador pode “dragar” os minoritários, alienando a totalidade da companhia para um terceiro. Na prática, contudo, o mercado de fundos tem utilizado também o *drag-along* em favor do minoritário, especialmente no caso de fundo de investimento, hipótese em que o fundo minoritário poderia “dragar” o controlador, alienando a totalidade da companhia.

Neste sentido, José Virgílio Lopes Enei ressalta que:

Boas oportunidades de venda podem ser perdidas pelo investidor de *venture capital* ou *private equity* interessado na alienação de suas ações porque certos compradores potenciais só têm disposição para adquirir a totalidade das ações da empresa, seja porque desejam maior flexibilidade na sua reestruturação pós-venda, porque não desejam minoritários ou porque podem ter restrições comerciais ou de outra natureza com relação aos acionistas remanescentes. Para remover tais obstáculos é comum

que o investidor de *venture capital* ou *private equity*, possuindo participação majoritária, igualitária (50%) ou relevante na sociedade investida, negocie no respectivo acordo de acionistas o direito de, sob certas condições de preço mínimo ou prazo, forçar seus demais acionistas a venderem conjuntamente suas ações (*drag along*), de maneira a que possa ser alienada a totalidade das ações ao terceiro interessado (ENEI, 2011, p. 736).

Estabelecido o conceito de *drag along*, a grande questão funda-se na sua operacionalização dentro da hipótese de o controlador não honrar espontaneamente o acordo de acionistas onde se prevê esta obrigação. Em tal caso, o caminho inevitável seria, direta ou indiretamente²⁰⁴, o Poder Judiciário, que, como se sabe, tem uma dinâmica temporal de julgamento incompatível com o mundo dos negócios, especialmente no caso dos fundos de *private equity*, que se submetem a rígidos prazos contratuais para efeito de promover o desinvestimento.

Mesmo na hipótese em que a lide é julgada em uma arbitragem, os atos de execução são promovidos pelo Judiciário. E aqui reside o “calcanhar de aquiles”.

O Judiciário costuma demandar anos, às vezes décadas, para decidir em definitivo uma questão. A dinâmica do mercado de capitais, em especial do mercado de fundos de investimento, seria inviabilizada em um contexto de morosidade judicial.

A inviabilização desse mercado não significaria apenas prejuízo financeiro para os investidores, mas um desestímulo para novos investimentos, que, como se sabe, são essenciais para a geração de emprego, de renda, de tributos, de infraestrutura, etc., sem contar os efeitos sistêmicos virtuosos que o crescimento econômico gera para novos negócios satélites.

Os investimentos em participação acionária em geral, e o mercado de *private equity* em especial, são dotados de significativa função social, em razão desses efeitos multiplicadores que geram para a sociedade. Se o Estado não conferir uma tutela privilegiada para tais investimentos, prejudicados não serão apenas os investidores, mas sim toda a sociedade brasileira.

Como o problema do tempo do processo não vai mudar em curto prazo, cumpre implementar meios e forma de superar o imobilismo processual. Nesse sentido, apresenta-se a alienação fiduciária de ações em garantia de *put option*, que será analisada no próximo capítulo.

²⁰⁴ Note-se que, mesmo na hipótese em que haja cláusula de arbitragem, os atos executivos, como a transferência compulsória das ações, dependeriam de uma ordem judicial determinando a transferência.

3 A ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA DE AÇÕES EM GARANTIA DE OPÇÃO DE VENDA (PUT OPTION): PROPOSTA DE UM NOVO MECANISMO DE LIQUIDEZ DE EFEITOS SIMILARES AO DRAG-ALONG

3.1 Dos aspectos gerais da alienação fiduciária em garantia:

Analisados os mecanismos de liquidez tradicionais, passa-se à análise de novo mecanismo de liquidez, que funcionalmente atua de forma equivalente ao direito de venda conjunta forçada (*drag-along*), mas estruturalmente adota a forma de uma alienação fiduciária em garantia de uma opção de venda (*put option*). Vejamos.

De acordo com Gomes (1972, p.18), conceitua-se alienação fiduciária em garantia como o “negócio jurídico pelo qual uma das partes adquire, em confiança, a propriedade de um bem, obrigando-se a devolvê-lo quando se verifique o acontecimento a que se tenha subordinado”.²⁰⁵ A finalidade almejada pelas partes não é a alienação, mas sim a instituição de uma garantia real. Por essa razão, afirma-se que a alienação fiduciária em garantia consubstancia um negócio fiduciário.²⁰⁶

Pontes de Miranda (1984, p. 116) sublinha que os negócios fiduciários são aqueles em que a “transmissão tem um fim que não é a transmissão mesma, de modo que ela serve a negócio jurídico que não é o da alienação àquele a quem se transmite”. O tipo escolhido produz, assim, um espectro de eficácia maior do que os efeitos econômicos pretendidos. O objetivo é instituir uma garantia, mas para tanto se utiliza de um instituto “maior”, que consiste na própria alienação formal da propriedade, de tal modo que o credor fica com a propriedade fiduciária e resolúvel do bem. Quitada a obrigação garantida, a propriedade retorna ao devedor. Como destaca Orlando Gomes, “o negócio fiduciário caracteriza-se pela transcendência do meio sobre o fim. Entre o fim visado pelas partes e o meio utilizado para alcançá-lo não há congruência” (GOMES, 2007, p. 316).²⁰⁷

205 GOMES, O. (1972). *Alienação Fiduciária em garantia*. São Paulo: *Revista dos Tribunais*. p. 18.

206 “O fato de o negócio indireto e, por conseguinte, o negócio fiduciário não se confundirem com simulação não significa que sejam sempre lícitos. Os fins almejados pelas partes podem ser ilícitos e, dessa forma, o negócio fiduciário também o será. Como qualquer outro ajuste, o negócio fiduciário pode ser utilizado para fraudar a lei, ocasião em que se sujeita às sanções previstas no ordenamento” (OLIVA, M. D. (2014). *Do negócio fiduciário à fidúcia*. São Paulo: Atlas. p. 27.

207 Não confundir negócio fiduciário com negócio indireto. Como destacam Gustavo Tepedino e outros: “Não se confundem, tampouco, as noções de *negócios fiduciários* e de *negócio indireto*. Neste, dá-se fenômeno oposto: o tipo escolhido não é suficiente ao alcance da finalidade econômica pretendida. Quer-se mais do que o esquema negocial. Daí dizer-se indireto o negócio, pois que se pretende, por meio dele, chegar indiretamente aos efeitos econômicos mais amplos perseguidos pelas partes, as quais, por algum motivo legítimo, não puderam atingi-los

A alienação fiduciária em garantia apresenta-se como uma das mais importantes e utilizadas formas de propriedade fiduciária. Como já enunciava José Carlos Moreira Alves:

O que é certo, portanto, é que, a partir, precipuamente, do século passado, se tem sentido, cada vez mais, a necessidade da criação de novas garantias reais para a proteção do direito de crédito. As existentes nos sistemas jurídicos de origem Romana – e são elas a hipoteca, o penhor e a anticrese – não mais satisfazem a uma sociedade industrializada, nem mesmo nas relações creditícias entre pessoas físicas, pois apresentam graves desvantagens pelo custo e morosidade em executá-las, ou pela superposição a elas de privilégio em favor de certas pessoas, especialmente do Estado (ALVES, 1987, p. 3).²⁰⁸

Discute-se em doutrina a respeito da correção da ligação entre a alienação fiduciária em garantia²⁰⁹ e a fidúcia. Seria a fidúcia (confiança) elemento integrante da alienação fiduciária em garantia? Embora a fidúcia faça parte do conceito de negócio fiduciário, do qual a alienação fiduciária em garantia é espécie, certos juristas negam a presença do elemento confiança na alienação fiduciária em garantia. Darcy Bessone de Oliveira Andrade, por exemplo, assevera que:

[...] o devedor não transfere ao credor o domínio e a posse indireta do bem móvel por confiar nele, até mesmo porque frequentemente nem o conhece. Faz tal transferência em confiança a si mesmo, o que quer dizer que, ao celebrar o contrato de garantia, está certo de que terá condições para solver o débito e, por consequência, reaver o domínio e a coisa, por efeito de condição resolutiva, que a lei estabelece” (BESSONE, 1998, p. 452).²¹⁰

A alienação fiduciária em garantia caracteriza-se por ser um negócio bilateral, oneroso, comutativo, formal e acessório. É bilateral, pois as obrigações que se estabelecem são sinalagmáticas, ou seja, são dotadas de corresponsividade. É oneroso, pois ambas as partes

diretamente. ‘Quando as partes usam conscientemente de instrumento inapropriado ao fim a que visam, diz-se, com efeito que realizaram negócio indireto. A discrepância entre a intenção concreta dos contratantes e a causa típica do contrato caracteriza tais negócios’ (Orlando Gomes, *Introdução*, p. 321). O fator predominante no negócio fiduciário reside, portanto, na confiança (fala-se em causa *fiducial*): o adquirente do direito transmitido compromete-se a exercê-lo em consonância com o fim buscado. O negócio indireto, ao revés, embora apresente discrepância entre a causa típica e o fim perseguido pelas partes, realiza-se simplesmente por não existir (ou por se mostrar impossível celebrar) tipo negocial mais adequado; a finalidade verdadeiramente visada verifica-se independentemente do elemento da confiança, como na hipótese em que as partes pactuam mandato em causa própria com o escopo de alienação da propriedade” (TEPEDINO, BARBOZA, & DE MORAES, *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República*, 2011, p. 726).

²⁰⁸ ALVES, J. C. (1987). *Da Alienação Fiduciária em Garantia*. Rio de Janeiro: Forense. p. 3.

²⁰⁹ “Os direitos reais – seja o mais amplo deles, a propriedade; seja qualquer dos direitos reais limitados de gozo, como, por exemplo, o usufruto – podem servir, desde a criação no direito moderno dos negócios fiduciários do direito romano ou do tipo germânico, de garantia a um crédito, enquadrando-se na categoria que Pontes de Miranda, inspirando-se em autores alemães, denominou *direitos reais em garantia*, para distingui-la dos tradicionais *direitos reais em garantia*, que são o penhor, a anticrese e a hipoteca, isto é, direitos reais limitados ou direitos reais sobre coisa alheia” (ALVES, 1987, p. 154).

²¹⁰ BESSONE, D. (1988). *Direitos Reais*. São Paulo: Saraiva. p. 452).

da relação usufruem das vantagens e sofrem os ônus do pacto. É comutativo, porque há equivalência das prestações entre as partes. É formal, na medida em que a alienação fiduciária em garantia depende de registro no cartório de títulos e documentos para que seja eficaz perante terceiros.²¹¹ Por fim, é acessório, uma vez que, à semelhança dos demais direitos reais de garantia, a alienação fiduciária em garantia segue a sorte da obrigação principal garantida.²¹²

Ressalte-se, por fim, que são partes do contrato de alienação fiduciária em garantia²¹³ o credor, também chamado de fiduciário; e o devedor, também chamado de fiduciante.

Fixadas essas considerações gerais a respeito da alienação fiduciária em garantia, passa-se agora a analisar as questões mais diretamente relacionadas à alienação fiduciária em garantia de ações, que é o foco deste item.

3.2 Da Alienação fiduciária de ações em garantia de opção de compra de ações e sua similitude em efeitos a uma opção de venda conjunta forçada das ações (*drag along*)

²¹¹ Como destaca José Carlos Moreira Alves, “[...] ora, ao acentuar que a alienação fiduciária somente valerá contra terceiros se tiver seu instrumento arquivado, por cópia ou microfilmagem, no Registro de Títulos e Documentos, estabeleceu o referido dispositivo legal que a propriedade fiduciária (que é a garantia real resultante do contrato de alienação fiduciária) necessita desse registro para ser oponível contra terceiros” (ALVES, 1987, p. 78). E continua o mesmo jurista: “[...] com efeito, se a propriedade fiduciária (à semelhança do que se dá com a hipoteca) é inequivocamente um direito real, e se o direito real, por sua natureza, é oponível contra terceiros, atribuindo a seu titular a faculdade de sequela, não é possível pretender-se a existência da propriedade fiduciária como direito real antes do registro que lhe outorga o atributo da oponibilidade *erga omnes*” (ALVES, 1987, p. 80).

²¹² Interessante distinção, contudo, é feita por José Carlos Moreira Alves, ao asseverar que “[...] em virtude do princípio *accessorium sequitur principale*, em regra, se o contrato principal for nulo, nula será também a alienação fiduciária; se anulável, ela será válida até a anulação daquele. É certo, porém – como observa Demogue –, que, se o contrato acessório (no caso, a alienação fiduciária) for celebrado entre o credor e terceiro que não o devedor (garantia dada por terceiro), não guardará ele a mesma dependência que existe entre o contrato principal e a alienação fiduciária em que os participantes em ambos sejam os mesmos. Com efeito, na hipótese de garantia constituída por terceiro, poderá subsistir o contrato acessório apesar de o contrato principal estar viciado: assim, se o devedor principal for incapaz, estará ele desobrigado, mas o mesmo não sucederá com o terceiro garante, cuja garantia subsistirá, porquanto não lhe aproveitará a exceção pessoal do devedor incapaz” (ALVES, 1987, p. 91).

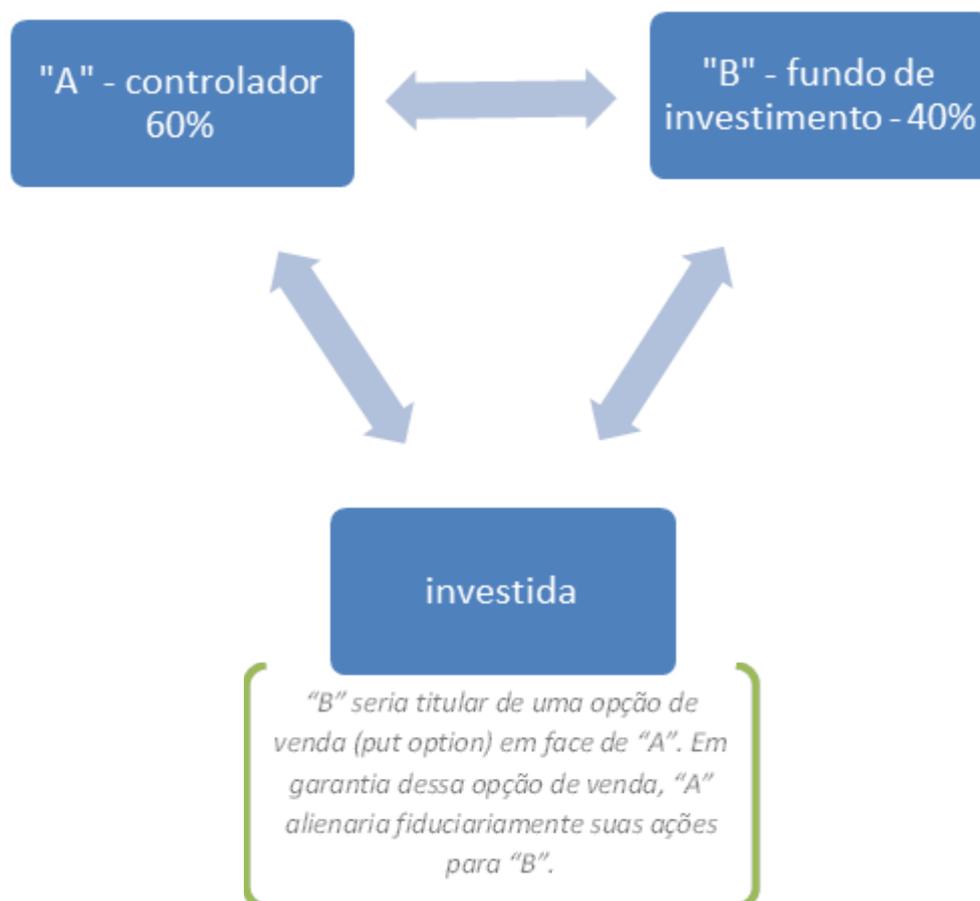
²¹³ José Carlos Moreira Alves sublinha que não se deve confundir o contrato de alienação fiduciária em garantia com a propriedade fiduciária em si: “A alienação fiduciária em garantia é, tão somente, o contrato que serve de título à constituição da propriedade fiduciária, que – esta, sim, é a garantia real criada, em nosso direito, pelo art. 66 da Lei 4.728, modificado, posteriormente, pelo Decreto-lei 911. Portanto, como ocorre no sistema jurídico brasileiro com as garantias reais até então conhecidas, há, de um lado, o contrato que serve de título a ela (contrato de penhor, contrato de hipoteca, contrato de anticrese, alienação fiduciária em garantia), e, de outro, a garantia real cujo título é um desses contratos (o penhor, a hipoteca, a anticrese, a propriedade fiduciária). Feita esta distinção, o instituto, cujo estudo se está fazendo, sobremodo se aclara, até porque toma relevo – que nem a lei nem a doutrina lhe dão, ao contrário do que ocorre com o penhor, anticrese e a hipoteca – a garantia real propriamente dita (a propriedade fiduciária), em face da alienação fiduciária em garantia que é simplesmente o título que dá margem à sua constituição, tal qual os contratos de penhor, de anticrese e de hipoteca” (ALVES, 1987, p. 46).

Caso a companhia investida não consiga promover a abertura de seu capital dentro do prazo estipulado no acordo de acionistas, a saída mais usual consiste no exercício da opção de venda das ações (*put option*), pelo fundo, em face do controlador.

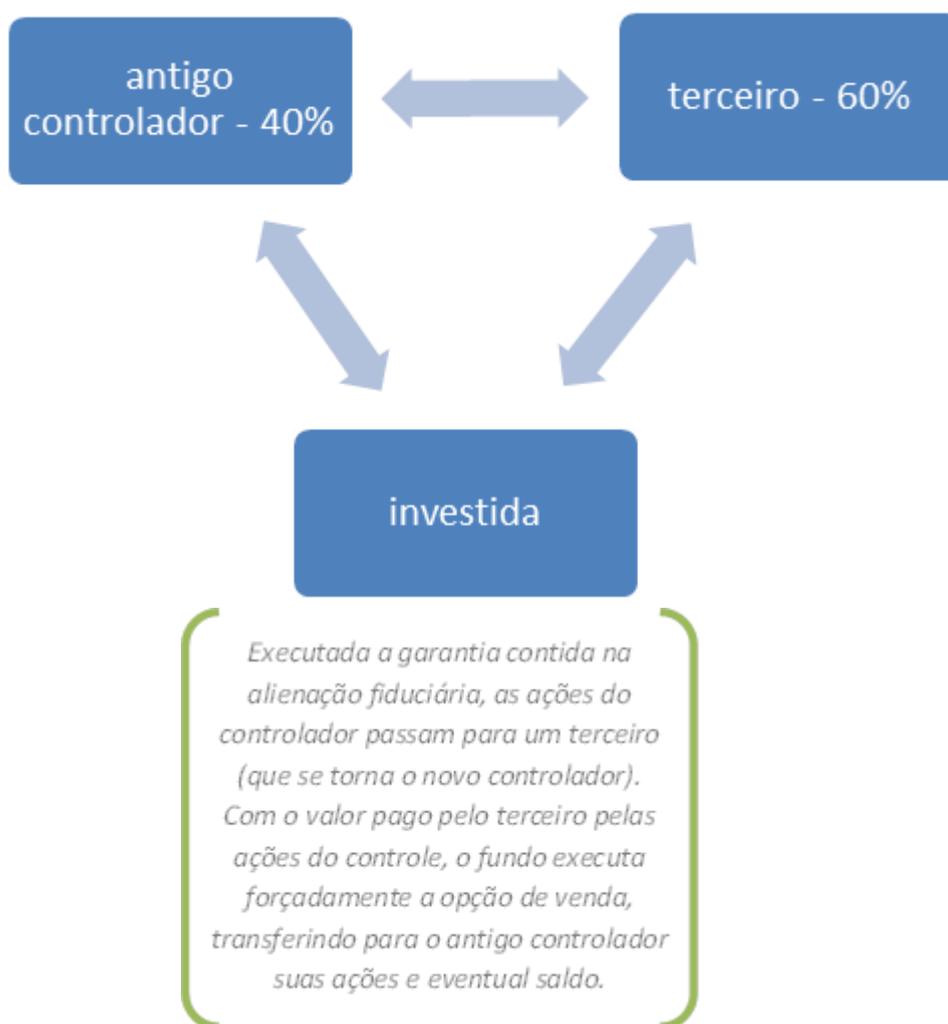
Se o controlador não dispuser de recursos disponíveis para honrar a opção de venda de ações (*put option*), o que não raro ocorre, o acordo de acionistas deverá prever outras formas de solução do problema. Em geral, o caminho costuma ser a cláusula de venda conjunta forçada (*drag along*), que também já deve estar prevista no mesmo acordo de acionistas.

A proposta deste capítulo consiste em sustentar que mais eficiente do que a cláusula *drag along*, seria pactuar, paralelamente à *put option*, a alienação fiduciária das ações do controlador em garantia desta *put option*. Os efeitos seriam similares aos do *drag along*, mas o procedimento seria mais palatável ao Judiciário, na hipótese de resistência. Vejamos.

Uma vez não honrada a *put option*, a propriedade das ações do controle já estaria sob a titularidade do fundo de investimento, que poderia promover a alienação extrajudicial do controle para um terceiro interessado. Como se percebe, esse procedimento extrajudicial de resolução da lide proporciona enorme celeridade, permitindo rápida e justa solução, que se sujeitaria apenas ao controle *a posteriori* do Judiciário. No primeiro momento, ter-se-ia o seguinte cenário:



Exercida a opção de venda, o fundo de investimento teria o direito de vender suas ações para o controlador. Caso este se recusasse, por qualquer motivo, a honrar o pactuado, o fundo de investimento poderia exercer a garantia fiduciária. Isso porque, como já destacado, paralelamente ao acordo de acionistas já fora pactuada uma alienação fiduciária das ações do controlador em garantia da opção de venda do fundo. Formalmente, as ações do controlador já pertenceriam, desde a largada, ao fundo de investimento. Operado o inadimplemento quanto à opção de venda, o fundo teria o direito de executar sua garantia, alienando as ações que lhes foram transferidas fiduciariamente para um terceiro, que se tornaria, então, o controlador da companhia. Com o valor recebido pelas ações do controlador, o fundo se pagaria, transferindo para o antigo controlador tanto suas ações (40% do capital social) quanto o eventual saldo relativo à diferença entre o valor pago pelo terceiro pelas ações do controle e o valor das ações do fundo. No final do dia, ter-se-ia o seguinte cenário:



Embora a alienação fiduciária de ações em garantia de *put option* possa consubstanciar uma das mais eficientes soluções para o problema do desinvestimento, há algumas polêmicas que precisam ser analisadas para legitimar a solução apresentada.

3.3 A alienação fiduciária de ações

3.3.1 Localização topográfica do instituto na Lei das Sociedades Anônimas:

A alienação fiduciária de ações foi tratada na Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76) basicamente em três artigos. São eles os arts.40²¹⁴; 100, I, “F”²¹⁵ e 113, parágrafo único.²¹⁶

Como se sabe, as ações podem ser nominativas ou escriturais. O art. 40 estabelece onde deve ser averbado o gravame para cada uma dessas situações. Haverá, portanto, um registro para a inscrição dos atos de aquisição (art. 31, *caput*), transferência de propriedade (art. 31, §1º) ou averbação de ônus (art. 40).

No caso de ação nominativa, o registro é feito no livro de Registro de Ações Nominativas, que deve ser mantido na sede da companhia. Caso se trate de companhia com ações escriturais também será adotado o mesmo procedimento só que nos livros eletrônicos da instituição financeira responsável pelo sistema de registro (arts. 35 e 40, II, da Lei 6.404/76).

Por fim, o art. 113 prescreve que o credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto, e o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do

²¹⁴ Brasil, Lei nº 6.404/76 de 15 de dezembro de 1976: Art. 40. O usufruto, o fideicomisso, a alienação fiduciária em garantia e quaisquer cláusulas ou ônus que gravarem a ação deverão ser averbados:

I - se nominativa, no livro de "Registro de Ações Nominativas";

II - se escritural, nos livros da instituição financeira, que os anotará no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista. ([Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997](#)).

Parágrafo único. Mediante averbação nos termos deste artigo, a promessa de venda da ação e o direito de preferência à sua aquisição são oponíveis a terceiros.

²¹⁵Art. 100. A companhia deve ter, além dos livros obrigatórios para qualquer comerciante, os seguintes, revestidos das mesmas formalidades legais:

I - o livro de Registro de Ações Nominativas, para inscrição, anotação ou averbação: ([Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997](#))

[...]

f) do penhor, usufruto, fideicomisso, da alienação fiduciária em garantia ou de qualquer ônus que grave as ações ou obste sua negociação.

²¹⁶Art. 113. O penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto; será lícito, todavia, estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações.

Parágrafo único. O credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato.

contrato. Esse dispositivo apresenta algumas dificuldades interpretativas, que serão detalhadamente desenvolvidas mais à frente neste trabalho.

3.3.2 Do direito de voto das ações alienadas fiduciariamente

Uma das mais intrincadas questões a respeito da alienação fiduciária de ações consiste em definir a quem caberia o direito de voto das ações. Segundo o art. 113, parágrafo único, da Lei 6.404/76²¹⁷, o credor garantido por alienação fiduciária da ação não pode exercer o direito de voto. Por sua vez, segundo o mesmo dispositivo, o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato.

Juristas, como Modesto Carvalhosa, levantam a questão do risco de a alienação fiduciária de ações vir a ser utilizada, não para fins de garantia, mas sim para o exercício de controle externo²¹⁸ da companhia: “[...] deve-se evitar que o controle da sociedade possa ser empolgado pelos credores dos acionistas”. Como alerta o jurista, se o credor pudesse votar haveria uma evidente distorção nas relações decorrentes dos contratos de financiamento e empréstimo, pois “[...] ocorreria, certamente, uma série de concessões de empréstimos visando não à remuneração do capital mutuado, mas, sim, à obtenção de controle das companhias” (CARVALHOSA, 2003, p. 435).

O receio do autor procede. A depender dos termos do contrato de alienação fiduciária de ações, pode ser imenso o condicionamento do voto às instruções do credor, despojando o acionista de qualquer autonomia.

Em certos casos, o devedor fiduciante, que alienou fiduciariamente suas ações, pode ficar completamente despojado de seu poder de controle sobre a companhia, na medida em que, a depender dos termos do contrato, somente exercerá seu direito de voto de acordo com as instruções recebidas, por escrito, de seu credor fiduciário. Seria lícita uma delegação em tal extensão?

A questão assemelha-se ao problema do voto por procuração. Imagine-se o caso em que o credor fiduciário é também acionista. Poderia o contrato de alienação fiduciária estabelecer a obrigação de o devedor conceder mandato ao credor para votar nas assembleias?

²¹⁷ Transcreve-se a seguir o art. 113 da Lei de Sociedades por Ações (Lei 6.404/76), na parte que trata do assunto:

Art. 113. [...]

Parágrafo único. O credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato.

²¹⁸ “O controle externo caberia a entidades estranhas ao capital social, basicamente credores da sociedade ou dos acionistas controladores, às quais, por força de cláusula contratual, se asseguraria o poder de influir em certas deliberações da sociedade” (BORBA, 2015, p. 342).

Para Modesto Carvalhosa, “tratar-se-ia de um negócio indireto ilícito, na medida em que permitiria o controle da companhia com ações alheias” (CARVALHOSA, 2009, p. 436)

219

Entende-se, contudo, que matérias suscetíveis de afetar o estado patrimonial ou institucional da companhia possam submeter-se ao crivo do credor, na medida em que tenham potencial de impactar a saúde financeira e a solvabilidade da companhia.

Da mesma forma, também seria admissível esse controle externo sobre a alienação ou oneração de certos bens do patrimônio social ou a partir de certo valor constante do contrato, bem como sobre a aquisição de determinados bens ou a realização de investimentos a partir de certa importância, que possam colocar em risco a capacidade financeira da companhia.²²⁰

Em todo caso, deve restar claro que as cláusulas do contrato de alienação fiduciária não podem esvaziar o exercício do poder de controle pelo fiduciante. A interpretação deve direcionar-se sempre no sentido de que cabe ao acionista controlador, e não ao credor fiduciante, guiar a companhia (art. 116 e 243, §2º, da Lei 6.404/76). Não se pode olvidar que o art. 421 do Código Civil estabelece que a autonomia contratual será exercida em razão e nos limites da função social do contrato. E a função desse contrato é servir de garantia a uma obrigação, e não a alienação do controle societário. Assim sendo, ilícitas seriam as cláusulas que, de forma disfuncional, implicassem uma alienação indireta de controle.

Outro ponto a ser analisado, no que concerne ao direito de voto das ações alienadas fiduciariamente, consiste em definir a quem caberia este direito no caso de omissão do contrato. Pela redação do art. 113, parágrafo único, o credor garantido por alienação fiduciária da ação jamais exercerá, por direito próprio, o direito de voto. Por seu turno, o devedor “**somente**” poderá exercê-lo nos termos do contrato. E no caso de omissão do contrato?

Seguindo uma interpretação literal, tendo em vista que a lei “**somente**” admite o voto do devedor nos termos do contrato, no caso de omissão do contrato a respeito do direito do voto, o devedor não poderia votar. Não é essa, contudo, a melhor interpretação. Muitas vezes, o devedor fiduciante será o controlador da companhia. Impedi-lo de votar poderia deixar a companhia acéfala.²²¹

219 CARVALHOSA, M. (2009). *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas* (Vol. 2). São Paulo: Saraiva. p. 436.

²²⁰ No mesmo sentido, Modesto Carvalhosa (CARVALHOSA, 2009, p. 438).

²²¹ No mesmo sentido, Modesto Carvalhosa destaca: “A redação oblíqua do parágrafo único do artigo ora comentado poderá induzir ao entendimento de que, ao contrário do penhor, no silêncio do contrato de alienação fiduciária, não poderá o voto ser exercido pelo acionista devedor. Em todo o caso, fica expresso que, em nenhuma hipótese, poderá o credor garantido exercer o voto. Valem, a respeito, os comentários feitos

Nunca se deve perder de vista que, pela natureza dos direitos e obrigações de fiduciante decorrentes da alienação fiduciária, é no devedor alienante que recai apropriadamente o status de acionista, e não no credor fiduciário, que se tornou proprietário das ações com exclusivo escopo de garantia. Esse posicionamento conduz à compreensão do dúplice fenômeno jurídico próprio da alienação fiduciária em garantia: o proprietário fiduciário (credor garantido) não assume os riscos da atividade de investidor própria do acionista; o devedor fiduciante, que exerce e frui os direitos de acionista, é que responde perante terceiros, Fisco, etc. (RESTIFFE NETO & RESTIFFE, 1999, p. 67).²²²

Assim sendo, em caso de omissão do contrato, o devedor desfrutará plenamente do direito de voto, na medida em que qualquer restrição a este direito deve restar explícita no instrumento contratual ou em eventual aditivo. Caso do voto proferido advenha algum dano ao credor, este deverá demonstrar o nexo de causalidade entre a conduta do devedor consubstanciada no voto e o resultado danoso, e, em função disto, pleitear a devida reparação no bojo de uma ação de responsabilidade civil.

3.3.3 Dos dividendos das ações alienadas fiduciariamente

Importante questão a ser definida consiste em saber a quem caberiam os dividendos das ações alienadas fiduciariamente. Formalmente, as ações pertencem ao credor, embora materialmente permaneçam em poder do devedor, que só será despojado se não honrar a dívida pactuada.

Têm-se observado cláusulas de contratos de alienação fiduciária em garantia em que o direito ao recebimento de dividendos foi transferido ao credor, servindo desta forma para reforçar a garantia. Embora a autonomia negocial permita esse pacto, o fato é que, em regra, levando em conta que a propriedade do credor tem por finalidade apenas garantir uma obrigação pecuniária, deve-se entender que, uma vez quitada a dívida, os valores recebidos a título de rendimentos devem ser devolvidos ao devedor.

anteriormente sobre a impossibilidade desse exercício de jure próprio ou por procuração. De outro lado, diante da confusa redação deste artigo, cabe indagar se, havendo omissão no contrato de alienação fiduciária em garantia a respeito do exercício do direito de voto, estaria o acionista devedor impedido de votar. Concluir nesse sentido seria totalmente absurdo. Isto porque a suspensão do direito de voto somente é admitida na lei diante do descumprimento de obrigação imposta ao acionista e desde que assim entenda, em cada caso, a assembleia geral (art. 120)” (CARVALHOSA, 2009, p. 440).

²²² RESTIFFE NETO, P., & RESTIFFE, P. (Junho de 1999). A alienação fiduciária em garantia e a Lei de Sociedades Anônimas. Revista dos Tribunais. p. 67.

Ao discorrer sobre a distribuição de dividendos das ações empenhadas (penhor), que, assim como a alienação fiduciária em garantia, têm por função assegurar o regular pagamento de obrigações pecuniárias, Modesto Carvalhosa assevera que:

Em princípio, o penhor sobre ação não transfere ao credor pignoratício o direito de receber dividendos e demais vantagens patrimoniais decorrentes da qualidade de sócio. Presume-se que tais prerrogativas serão exercidas pelo devedor, proprietário da ação empenhada. No entanto, esses direitos podem ser convencionalmente transferidos ao credor pignoratício. Nessa hipótese, deve o credor empregar toda a diligência na preservação desses direitos, devolvendo ao devedor, uma vez paga a dívida, todos os frutos daí decorrentes, notadamente os dividendos e bonificações recebidos, consoante o art. 1.435 do Código Civil de 2002 (art. 774 do CC de 1916). Se convencionada essa transferência do direito de receber dividendos ao credor pignoratício, as respectivas cláusulas serão averbadas no Livro de Registro de Ações Nominativas ou nos lançamentos da entidade custodiante (art. 31) (CARVALHOSA, 2003, p. 819).²²³

No penhor, como não há alteração da titularidade, é mais clara a visualização de que, salvo disposição contratual em contrário, será o acionista devedor que continuará a receber os dividendos. No caso de alienação fiduciária em garantia, tendo em vista que há alteração formal de titularidade, faz-se necessário recorrer à interpretação funcional, para chegar à conclusão de que esta alteração de titularidade tem mera função de garantia, de tal forma que os dividendos devem continuar a ser pagos ao devedor acionista.

3.3.4 Da legitimidade ativa dos Fundos de Investimento em ações – Lei nº 4.728/65

Antes de adentrar na polêmica a respeito da legitimidade de os fundos de investimentos em ações se valerem do regime da Lei 4.728/65 (Lei do Mercado de Capitais), vale discorrer sobre a questão dos bens elegíveis à operação de alienação fiduciária.

Segundo o art. 1.361 do Código Civil, a propriedade fiduciária pode constituir-se sobre coisa móvel infungível que o devedor, com escopo de garantia, transfere ao credor. Logo, por esse dispositivo, as ações - bens móveis fungíveis²²⁴ - ficariam excluídas da alienação fiduciária.

Não obstante, de acordo com o art. 1.368-A, as demais espécies de propriedade fiduciária ou de titularidade fiduciária submetem-se à disciplina específica das respectivas leis especiais, somente se aplicando as disposições do Código Civil naquilo não compatível com a legislação especial. Assim sendo, permanece em vigor a Seção XIV da Lei nº 4.728/65, que

²²³ CARVALHOSA, M. (2003). *Comentários à lei de Sociedade Anônima* (Vol. 3). São Paulo: Saraiva. p. 819.

²²⁴ “Entretanto, depois de extintas as formas ao portador e endossável, todas as ações de uma mesma classe passaram à condição de bens fungíveis por natureza, posto que não se distinguem entre si” (BORBA, 2015, p. 261).

trata da alienação fiduciária em garantia no âmbito do mercado financeiro e de capitais. O parágrafo 3º do art. 66-B dessa lei preceitua que é admitida a alienação fiduciária de coisa fungível, exatamente o caso das ações.

Informe-se ainda, no que concerne ao procedimento de execução, que a alienação fiduciária do art. 66-B da Lei nº 4.728/65 seguirá o célere rito do Decreto-Lei nº 911/69²²⁵. Segundo o art. 8º-A desse Decreto-lei, o procedimento judicial nele disposto aplica-se exclusivamente às hipóteses da Seção XIV da Lei nº 4.728/65, ou ainda quando o ônus da propriedade fiduciária tiver sido constituído para fins de garantia de débito fiscal ou previdenciário.

Embora seja evidente a admissibilidade de alienação fiduciária de ações no direito brasileiro (até porque os arts. 40, 100 e 113, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76 expressamente a admitem), a questão que se coloca agora consiste em saber quem teria legitimidade para ser credor fiduciário com base na Lei nº 4.728/65 c/c Decreto-Lei nº 911/69. Ou, em outras palavras, o que seria “contrato de alienação fiduciária celebrado no âmbito do mercado financeiro e de capitais” para fins de atração do regime do art. 66-B da lei nº 4.728/65 e do Decreto-lei nº 911? ²²⁶

A questão tem especial importância para os fundos de investimentos em ações, pois embora qualquer pessoa possa pactuar alienação fiduciária de ações com base na Lei nº 6.404/76, nem todos podem se valer do regramento da Lei do Mercado de Capitais e, por extensão, do Decreto-Lei nº 911.

As divergências a respeito da legitimidade ativa para celebrar contratos de alienação fiduciária em garantia com base na Lei nº 4.728/65 remontam à data de sua edição. Três correntes a respeito do tema se formaram.

A primeira, que se denominará “corrente restritiva”, entendia que, em virtude de a Lei nº 4.728/65 denominar-se “lei do mercado de capitais”, ela somente poderia ser utilizada por instituições financeiras em sentido estrito, ou seja, bancos e assemelhados. Além disso, afirmou-se que essa legislação atribuiria muitas prerrogativas ao credor, de tal forma que

²²⁵ Segundo o art. 8-A do Decreto-lei 911/69, o procedimento judicial nele disposto aplicar-se-ia exclusivamente às hipóteses da Seção XIV da Lei no 4.728, de 14 de julho de 1965, ou ainda quando o ônus da propriedade fiduciária tiver sido constituído para fins de garantia de débito fiscal ou previdenciário.

²²⁶ Ousa-se neste ponto discordar do eminente José Carlos Moreira Alves. “Os problemas que poderão resultar da alienação fiduciária de ações são vários, e a sua solução terá de ser dada com base na natureza e estrutura da propriedade fiduciária, sempre se tendo, no entanto, presente a circunstância de que as ações só podem ser objeto de alienação fiduciária em garantia por força da lei 6.404/76, o que implica dizer que ela é, nesse particular, especial em face do Decreto-lei 911”. (ALVES, 1987, p. 134). De fato, mostra-se indubitável que a alienação fiduciária de ações está autorizada pela Lei 6.404/76. A grande vantagem de enquadrar a operação na Lei 4.728 é valer-se do procedimento regulado pelo Decreto-lei 911, que somente se aplica às operações da Lei 4.728/65.

somente “bancos” regulados pelo Banco Central poderiam dela se valer. Dentre os defensores dessa corrente, pode-se mencionar Oswaldo Optiz e Silva (OPITZ & OPITZ, 1971, p. 163) e Paulo Restiffe Neto (RESTIFFE NETO & RESTIFFE, *Garantia Fiduciária: direitos e ações: manual teórico e prático com jurisprudência*, 2000, p. 179).²²⁷

A segunda corrente a respeito do tema, “corrente ampliativa”, entendia que a alienação fiduciária do art. 66 da Lei nº 4.728/65 poderia ser utilizada por qualquer pessoa. Para sustentar essa tese, argumenta-se que, no caso de inadimplência do fiduciante, o art. 6º do Decreto-lei nº 911²²⁸ autorizava que terceiros, mesmo não sendo instituições financeiras, poderiam se sub-rogar no crédito. Como sub-rogados, os garantes, fiadores e avalistas, poderiam continuar a execução com base no referido Decreto-Lei. Logo, se qualquer pessoa pode se sub-rogar no crédito, qual seria o sentido de limitar a legitimidade original para pactuar? Orlando Gomes foi defensor dessa corrente (GOMES, 1972).

A terceira e última corrente é a chamada “corrente intermediária”. Segundo ela, não apenas bancos em sentido estrito poderiam celebrar alienação fiduciária de bens fungíveis. Quaisquer instituições fiscalizadas pelo poder público poderiam se valer da Lei nº 4.728/65. José Carlos Moreira Alves, principal defensor dessa corrente, teceu pesadas críticas à corrente restritiva, ao afirmar que:

É indubitável que essa criação foi determinada imediatamente para o favorecimento do mercado de capitais. Mas, essa finalidade imediatista exauriu o âmbito de utilização do instituto? Ou, ao contrário, valeu-se o legislador dessa oportunidade para criar – daí a utilização dos termos genéricos de que se serviu – uma garantia a mais no quadro das então existentes, a qual, além de servir para o desenvolvimento do mercado de capitais, pudesse ser utilizada, também, em outras relações jurídicas? O simples fato de sua criação se ter dado em lei que visa à disciplina de mercado de capitais não é, obviamente, argumento de peso para a restrição dos termos genéricos que essa mesma lei utiliza, ao regular o instituto que criou. Nada impede que, numa lei especial, se encontre um princípio de direito comum, principalmente nos tempos que correm, quando pululam exemplos disso (ALVES, 1987, p. 114).

Moreira Alves destaca que não apenas as instituições financeiras em sentido estrito, mas sim qualquer instituição controlada e fiscalizada pelo poder público poderia se valer da disciplina estabelecida pela Lei nº 4.728/65 e pelo Decreto-Lei nº 911.²²⁹

²²⁷ RESTIFFE NETO, P., & RESTIFFE, P. (2000). *Garantia Fiduciária: direitos e ações: manual teórico e prático com jurisprudência*. (3. ed.). São Paulo: *Revista dos Tribunais*. p.179.

²²⁸ BRASIL, Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969: Art 6º O avalista, fiador ou terceiro interessado que pagar a dívida do alienante ou devedor, se sub-rogará, de pleno direito no crédito e na garantia constituída pela alienação fiduciária.

²²⁹ “Em face da nova disciplina que o Decreto-lei nº 911 deu à alienação fiduciária em garantia, somente poderá o instituto ser utilizado pelas instituições financeiras em sentido amplo e por entidades estatais e paraestatais,

O Supremo Tribunal Federal e o Superior Tribunal de Justiça acolheram a corrente intermediária, admitindo a extensão da alienação fiduciária em garantia às instituições não estritamente financeiras, desde que funcionassem sob fiscalização do Poder Público.²³⁰ Destaque-se o voto proferido nesse julgamento pelo Ministro Lincoln Rocha, que ressaltou o seguinte aspecto: “[...] o propósito do legislador e da lei foi permitir tal espécie de contratos e de ações a sociedades que pudessem estar sob um controle maior do Poder Público”.

Ora, para os fins deste estudo, que consiste na viabilidade da alienação fiduciária de ações em garantia de opção de venda de ações, pode-se asseverar que os fundos de investimentos em ações estão submetidos à intensa fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (Instrução CVM nº 391/2003). Assim sendo, partindo da corrente intermediária, pode-se asseverar que os FIPs poderiam se valer da alienação fiduciária de ações com base na Lei nº 4.728/65.

3.3.5 Teoria da infungibilização das ações do bloco de controle

Conforme sustentado no item anterior, os fundos de investimento em ações podem se valer do regramento estabelecido na Lei nº 4.728/65, pois além de atuarem no mercado de capitais estão submetidos ao controle do poder público através da fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal. Contudo, como esse mercado movimentava vultosas quantias, faz-se necessário que suas operações estejam embasadas em mais de uma tese de defesa, para o caso de virem a ser judicializadas. Isso porque investimentos nessa área somente ocorrem em ambientes de segurança jurídica qualificada.

ainda que não se enquadrem entre aquelas (como sucede com o INPS). Em ambos os casos, pela fiscalização a que está sujeito o credor ou pela presunção de que goza como entidade de natureza pública, bem como pelo interesse público que está em jogo, justifica-se a predominância que se dá à proteção do credor e diminui-se o risco que sofre o devedor com o cerceamento de defesa. Ademais, ainda que ocorra a sub-rogação a que se refere o art. 6º do Decreto-lei 911, não haverá maior perigo no que diz respeito à usura, porquanto o particular (avalista, fiador ou terceiro interessado) apenas se sub-rogará no crédito que se constituía em favor da instituição financeira ou da entidade estatal ou paraestatal. Portanto, não aderimos à tese dominante, segundo a qual a alienação fiduciária em garantia só tem aplicação quando o credor é uma financeira, porque é instituto que se restringe ao âmbito do mercado de capitais. Entendemos que qualquer instituição financeira em sentido amplo (e, em consequência, as entidades bancárias que não instituições financeiras, e até as que realizam operações de consórcio – vide, atrás, sobre consórcios, o final da nota 194) pode utilizar-se do instituto” (ALVES, 1987, p. 120).

²³⁰ RE 105143 / MG - MINAS GERAIS, RECURSO EXTRAORDINÁRIO, Relator(a): Min. SYDNEY SANCHES Julgamento: 11/09/1987. Órgão Julgador: Primeira Turma Publicação, DJ 23-10-1987; e Resp. nº 1.101.375 / RS, Min. Luis Felipe Salomão, DJ 01/07/2013.

Nessa esteira, caso o julgador venha a entender que os fundos de investimentos em ações não atuam no mercado de capitais, e a fiscalização promovida pela CVM não é bastante em termos de controle, qual seria a tese de defesa subsidiária dos fundos de investimentos?

A tese subsidiária de defesa mais consistente nesse cenário seria a de que, mesmo afastada a incidência da Lei nº 4.728/65, a alienação fiduciária subsistiria válida e eficaz, na medida em que as ações que integram o bloco de controle são, em si, um bem infungível, permitindo-se a utilização do regramento geral do Código Civil. Senão vejamos.

Quais seriam as vantagens de atrair a aplicação da Lei 4.728/65 para os fundos de investimentos em ações? A primeira vantagem funda-se no fato de essa lei autorizar expressamente a alienação fiduciária de bens fungíveis, que é exatamente o caso das ações. A segunda vantagem resulta do fato de o procedimento de execução da alienação fiduciária da Lei 4728/65 já se encontrar detalhadamente regulado pelo Decreto-Lei 911/69.²³¹

Não obstante, se, por eventualidade, o julgador adotasse a corrente restritiva, e entendesse que somente instituições financeiras em sentido estrito (em suma, os bancos) poderiam se valer da Lei nº 4.728/65, como sustentar a validade e eficácia da operação?

A tese subsidiária de sustentação da operação seria a de que não há nada mais infungível do que o controle de uma companhia. Se o controle societário consubstancia, em sua universalidade, um bem infungível, logo aplicáveis se mostram as regras gerais do Código Civil.

Como demonstrado supra, o controlador estaria obrigado pelo acordo de acionistas a adquirir a participação societária do fundo de investimento, caso a companhia não abra o capital social em um prazo temporal pré-estabelecido. Em garantia dessa obrigação de compra, as ações do controlador, ações do controle, poderiam ser dadas em garantia, sob a modalidade da alienação fiduciária em garantia.

Embora as ações em si consideradas sejam bens fungíveis, o controle consubstancia uma universalidade de fato, infungível por sua própria natureza. Tem-se, neste caso, o fenômeno da infungibilização.

Defende-se, assim, que disposições contratuais podem transformar determinado bem fungível em infungível. A respeito da tese, Caio Mario da Silva Pereira (2004) assevera que “[...] é verdade que a intenção das partes pode caracterizar por seus fatores diferenciais coisas naturalmente fungíveis, e torná-las infungíveis”. Para tanto, o autor apresenta o seguinte

²³¹ Segundo o art. 8º-A. do Decreto-Lei nº 911, o procedimento judicial nele disposto aplica-se exclusivamente às hipóteses da Seção XIV da Lei no 4.728, de 14 de julho de 1965, que trata exatamente de alienação fiduciária no mercado de capitais.

exemplo: “[...] a moeda é coisa fungível, mas é possível considerar-se não fungível em atenção a caracteres individuais e peculiares” (PEREIRA, 2004, v. I, p. 496/497).

No mesmo sentido, Orlando Gomes (1996, p. 222) afirma que: “A fungibilidade não é propriedade natural da coisa, mas qualidade alterável pela vontade do homem, conforme o fim que tenha em mira ao formar a relação jurídica”. O referido jurista exemplifica:

Uma coisa fungível pode ser declarada não-fungível, como quando entrego a alguém um objeto substituível para que o exponha, com obrigação de me restituir, sem que possa devolver outro da mesma espécie. É impossível, entretanto, atribuir fungibilidade a coisas que, por sua natureza, são infungíveis. Não é fungível a coisa singularizada pelas qualidades próprias, ou sinais que a distingam das outras da mesma espécie. Um automóvel, v.g., coisa fungível, pode, no entanto, tornar-se infungível, se individualizado pela marca de fábrica e número do motor (GOMES, 1996, p. 222).²³²

Na mesma linha, Sílvio de Salvo Venosa também defende a tese da infungibilização de bens fungíveis, asseverando que a vontade das partes pode tornar algo fungível em infungível.²³³ Percebe-se, portanto, que a tese da infungibilização é amplamente aceita na doutrina.

A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça também tem acolhido a tese, como se pode constatar no acordão a seguir destacado:

Dentre os bens, encontram-se balança, talha, furadeiras, transferidor, relógio, esmeril, ventilador, transformador, prensa hidráulica e outros aparelhos, todos contendo a respectiva identificação. Nesse caso, não podem eles ser considerados simplesmente bens fungíveis. São, em verdade, infungíveis pela definição particular de cada um dos itens dados em garantia. Segundo Paulo Restiffe Neto e Paulo Sérgio Restiffe, "desde que identificáveis e desagregáveis sem dano, podem os aparelhos e os materiais destinados à imobilização relativa, com cortinas, persianas, aparelhos elétricos em geral, condicionadores de ar, chuveiros e torneiras, ser adequadamente objeto de alienação fiduciária em garantia" (Garantia Fiduciária, pág. 356, 3a ed.). Mais adiante, os mesmos ilustres escoliastas concluem: "em suma, o critério que deve nortear a matéria é o da verificação da compatibilidade ou não da coisa com as finalidades de garantia. Desde que possa haver identificação em

²³² GOMES, O. (1996). *Introdução ao Direito Civil*. Rio de Janeiro: Forense. p. 222.

²³³ “Fungíveis são as coisas avaliadas e consideradas no comércio em sua massa quantitativa, enquanto infungível são as coisas consideradas em sua massa individual. [...] A vontade das partes não pode tornar fungíveis coisas infungíveis, por faltar praticidade material, mas a infungibilidade pode resultar de acordo de vontades ou das condições especiais da coisa, à qual, sendo fungível por natureza, se poderá atribuir o caráter de infungível. Assim, uma garrafa de vinho pode ser emprestada apenas para exposição: por vontade da parte, o que é fungível tornar-se infungível, no empréstimo *ad pompan vel ostentationem* (para pompa ou ostentação) [...] Em qualquer caso, porém, há de se examinar a vontade das partes, pois se podem agregar especificações à coisa, que em princípio é fungível, mas será colocada em zona cinzenta, não muito fácil de ser qualificada. Assim, um automóvel de série de fábrica é ordinariamente fungível, mas um automóvel com certa preparação de motor, certas adaptações e certos acessórios pode tornar-se infungível (VENOSA, S. (2005). *Direito Civil - v. 1*. São Paulo: Atlas. p. 391-392).

espécie, seja durável e destinada a permanecer na posse do alienante, pode ser dada em garantia por alienação fiduciária eficazmente.²³⁴ (Grifo nosso).

Da mesma forma, embora as ações singularmente consideradas sejam fungíveis entre si, quando consideradas em grupo, elas podem transmutar-se em uma universalidade infungível. O detentor do bloco de controle de uma sociedade goza do poder de mando. Esse poder decorre necessariamente dessa coletividade integrada de bens. Desintegrada essa coletividade, as ações transmutam-se novamente em mero conjunto de bens singulares e fungíveis. A singularidade do poder de controle é tão expressiva, que a lei societária atribui ao controlador o direito de cobrar um valor suplementar, chamado de prêmio de controle, sempre que haja alienação de controle de companhia aberta (art. 254-A da Lei 6404/76).²³⁵ Note-se, portanto, que a tese da infungibilização de bens naturalmente fungíveis aplica-se perfeitamente ao controle societário, na medida em que este resulta de tal reunião de ações.

Portanto, pode-se asseverar que a alienação fiduciária de ações em garantia de opção de venda compulsória de ações é plenamente válida e eficaz. Em primeiro lugar, porque os arts. 40, 100 e 113, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76 expressamente a autorizam. Em segundo lugar, porque, adotando-se a corrente intermediária supramencionada, os fundos de investimento em ações podem se valer da Lei nº 4.728/65, que expressamente prevê a alienação fiduciária de bens fungíveis (ações são bens essencialmente fungíveis). Em terceiro lugar, porque, mesmo que se entenda que os fundos de investimento não possam se valer da Lei nº 4.728/65, limitando-se a aplicação desta lei às instituições financeiras em sentido estrito (corrente restritiva), ainda assim a alienação fiduciária permanece possível, desde que as ações alienadas consistam no controle da companhia, pois, pela tese da infungibilização, bens em tese fungíveis podem se tornar infungíveis em virtude de circunstâncias externas a eles. As ações do bloco de controle da companhia representam uma universalidade essencialmente infungível, pois quem detém este controle goza de uma série de prerrogativas

²³⁴ RECURSO ESPECIAL Nº 228.628 - SP (1999/0078688-2). MINISTRO BARROS MONTEIRO (Relator).

²³⁵ Fábio Konder Comparato, ao analisar a cessão de controle acionário, afirma: “É nesse ponto que aparece a realidade específica do poder de controle societário, inconfundível com as próprias ações cedidas. A cessão de 51% das ações votantes de uma companhia difere da cessão de 49% dessas ações, não apenas por razões de ordem quantitativa, mas sobretudo pela diversidade qualitativa do objeto. Essa diferença de 2% não é apenas numérica, pois importa a alienação de outro bem econômico, diverso dos títulos acionários. No primeiro caso, aliena-se com a maioria das ações votantes, o poder de decidir e comandar na sociedade, em última instância. Por isso mesmo, o preço unitário das ações cedidas, em tal caso, é muito diferente do que seria estipulado na segunda. Nesta última, leva-se em consideração, essencialmente, o valor de mercado das ações, a sua cotação bolsística e, secundariamente, o seu valor contábil. Ou seja, estima-se o valor dos títulos, considerados em si mesmos. No primeiro caso, ao contrário, o valor de Bolsa nem chega a ser levado em consideração pelas partes no negócio. A fixação do preço é feita em função do patrimônio da companhia emitente, independentemente do seu valor contábil, em função do setor em que se desenvolve a atividade empresarial; isto é, avalia-se a empresa” (COMPARATO F. , 2014, p. 231) .

únicas e singulares.²³⁶ Em quarto lugar, porque, pelo art. 1.368-A do Código Civil, são aplicáveis às demais espécies de propriedade fiduciária ou de titularidade fiduciária as disposições do Código Civil naquilo que não for incompatível com a legislação especial. O 113, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76, prevê a possibilidade de alienação fiduciária, mas não estabelece o procedimento de execução. Logo, na omissão, aplicar-se-iam as regras do Código Civil. Portanto, em virtude de todas essas teses defensivas, pode-se afirmar que são plenamente válidas as operações de alienação fiduciária em garantia de opção de venda de ações.

²³⁶ No mesmo sentido, Plínio Pinheiro Guimarães Neto, Bernardo Cunha e Fábio Couto: “O segundo caso seria levar em consideração ações representando o controle de uma companhia. Na mesma linha de raciocínio apontada no parágrafo anterior, não há nada igual ao controle de uma companhia. Nesse caso, as demais ações livres da companhia, de titularidade dos acionistas minoritários, não se confundiriam com aquelas alienadas fiduciariamente pelos controladores. Assim, ações representando o controle da companhia seriam consideradas infungíveis, podendo a alienação fiduciária das mesmas ser contratada fora do âmbito do mercado financeiro de capitais brasileiro, sendo tal garantia regida pelo Código Civil (GUIMARÃES NETO, P. P.; CUNHA, B., & COUTO, F. Y. (2014). *Alienação fiduciária - evolução legislativa e dilemas atuais*. In: L. L. CANTIDIANO, & I. MUNIZ, *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar. p. 508).

CONCLUSÃO

A presente dissertação analisa, sob uma perspectiva funcional, os mecanismos contratuais de liquidez usualmente previstos nos acordos de acionistas. Para tanto, a dissertação é estruturada em três capítulos.

O primeiro capítulo apresenta natureza conceitual, sendo seu objetivo lançar as raízes sobre as quais será construído o raciocínio a ser desenvolvido adiante. Nele destaca-se a natureza contratual dos acordos de acionistas, especialmente dos acordos sobre transferência de ações, os quais se regem precipuamente pelos princípios e regras do direito contratual, sempre à luz dos preceitos e valores da Constituição Federal.

Ainda no primeiro capítulo, são apresentados os diferentes tipos de acordos de acionistas. Após a apresentação das classificações doutrinárias comumente adotadas, são demonstrados os equívocos e incongruências de cada uma delas, propondo-se, ao final desse item, a divisão sintética dos acordos em dois grandes grupos: i) acordos de voto; e, ii) acordos de transferência de ações. Os acordos de voto são divididos em acordos de controle e acordos de defesa, enquanto os acordos de transferência de ações englobam os acordos de bloqueio e os acordos de liquidez, e estes últimos representam o foco desta dissertação.

No primeiro capítulo são também analisados os efeitos dos acordos de acionistas em relação às partes, na medida em que estes acordos podem ser plurilaterais, bilaterais e unilaterais. Como foi destacado, a principal relevância em se classificar um acordo de acionistas em unilateral ou plurilateral consiste em alijar certas normas do Código Civil, tais como a exceção do contrato não cumprido (*exceptio non adimpleti contractus*) e a condição resolutiva tácita. Mas há exceções, como a ressaltada por Ascarelli ao tratar do sinalagma indireto nos contratos plurilaterais, caso em que seriam aplicáveis tais exceções mesmo nos pactos plurilaterais.

Por fim, o primeiro capítulo analisa a noção de ilicitude (que engloba o ato ilícito e o abuso de direito) e a noção de merecimento de tutela. Constata-se que tanto o juízo de licitude, como o juízo de não abusividade estão fundados em uma forma de controle essencialmente negativa, que enxerga o direito a partir da tradicional função repressiva. O juízo de merecimento de tutela, por sua vez, parte de nova ótica. Percebe-se que além de reprimir condutas desconformes, o direito tem também a função de promover os valores constitucionais. Nas relações paritárias, um dos valores basilares é a promoção do desenvolvimento nacional (art. 3, II, da CF/88), que, como vimos ao longo da dissertação, consubstancia valioso vetor interpretativo em lides complexas em que não se identifique

claramente um ato abusivo ou ilícito. Destaca-se então a necessidade de superar uma abordagem meramente estrutural do direito, e de caminhar “em direção a uma teoria funcionalista do direito”, pois, como afirma Bobbio, “aqueles que se dedicaram à teoria geral do direito se preocuparam muito mais em saber ‘como o direito é feito’ do que ‘para que o direito serve’” (BOBBIO, 2011, p. 54).

No segundo capítulo adentra-se no cerne da dissertação, que consiste na análise dos mecanismos de liquidez em espécie.

O primeiro mecanismo de liquidez analisado é a opção de venda de ações (*put option*). Após distingui-la da promessa de compra e venda de ações, dirime-se a controvérsia a respeito da natureza da potestatividade contida no exercício da opção, chegando-se à conclusão de que não se trata de cláusula puramente potestativa, mas sim cláusula simplesmente potestativa, logo plenamente lícita.

Analisa-se ainda, no segundo capítulo, o momento formativo do contrato de opção de venda compulsória de ações. Após a apresentação das controvérsias a respeito do tema, que discutem se a simples notificação de exercício da opção já implicaria, ou não, a perfeita e completa formação do vínculo contratual, chega-se à conclusão de que, tecnicamente, a previsão da cláusula de opção consubstancia uma proposta de compra, que ficaria em aberto pelo prazo e condições previstos no contrato, cabendo ao titular da opção completar a formação do contrato mediante simples notificação de aceitação. Logo, com a notificação de exercício da opção de venda, o contrato torna-se perfeito e acabado, o que permite, em caso de resistência, a imediata execução judicial. Essa solução mostra-se a mais adequada para fins de promoção do desenvolvimento nacional, na medida em que reduz o tempo do processo, saltando a fase de conhecimento, e conferindo, assim, segurança aos investimentos.

Apresenta-se ainda, no segundo capítulo, a teoria da equação contratual. Por essa teoria, os objetivos de justiça e de equilíbrio contratual devem ser buscados não a partir da análise estanque de cláusulas isoladas do contrato, mas sim a partir de uma interpretação sistemática do complexo contratual, em que se leve em consideração o contrato como um todo, e até eventuais contratos coligados. A partir da globalidade do sistema contratual montado pelas partes, o juiz deve verificar o equilíbrio das estipulações, tutelando, ou não, a equação estruturada. Para demonstrar a implicação prática da teoria, exemplos concretos são apresentados.

Analisa-se ainda nesse capítulo a cláusula “*buy or sell*”. Essa cláusula confere aos sócios o direito recíproco de comprar/vender suas ações. Estruturalmente, tal cláusula é

dotada de elevado conteúdo de equidade, mas o julgador deve estar atento para obstar o uso disfuncional deste direito.

No capítulo 2 é também apresentado o conceito de direito de preferência e sua distinção em relação ao direito de primeira oferta. Expõe-se além disso um exemplo em que fica clara a distinção de efeitos entre a interpretação estrutural e a interpretação funcional, e a necessidade de caminhar em direção a uma teoria funcionalista do direito. No exemplo citado, o acordo de acionistas proibia a cessão do direito de preferência; estruturalmente, o direito de preferência não foi cedido, mas funcionalmente houve uma clara e evidente cessão do direito de preferência.

Por fim, analisa-se igualmente nesse capítulo a cláusula de recuperação de valor (*clawback*) e a cláusula de venda conjunta forçada (*drag along*). Embora a cláusula de recuperação de valor não configure um mecanismo de liquidez em si, trata-se de tema intrinsecamente relacionado ao desinvestimento, razão pela qual se mostrava essencial a sua análise, em especial o estudo de sua eficácia pós-contratual. No que concerne à cláusula de venda conjunta forçada, após uma breve exposição conceitual, demonstram-se os riscos jurídicos associados à sua execução forçada no judiciário, invocando-se, assim, a necessidade de que sejam idealizados novos mecanismos de liquidez, mais seguros e de execução mais célere.

Nesse desiderato, concebe-se a operação de alienação fiduciária de ações em garantia de opção de venda, que constitui o tema do terceiro e último capítulo desta dissertação. Como demonstrado, sócios investidores, especialmente fundos de investimento, detentores de participação minoritária, precisam de liquidez para seus investimentos. Caso a investida não consiga abrir o capital no prazo limite estipulado, o investidor poderá se valer da opção de venda compulsória de ações previamente estipulada no acordo de acionistas. Ocorre que, não raro, o devedor da opção de venda - em regra o controlador de uma companhia que não obteve o desempenho necessário para abrir o capital - também não terá recursos suficientes para honrar a opção de venda compulsória de ações. Em casos tais, restará ao investidor exercer a opção de venda conjunta forçada (*drag along*), alienando tanto a sua participação minoritária quanto o bloco de controle para um terceiro.

Havendo resistência, a questão teria de ser dirimida pelo Judiciário - ou por eventual Tribunal Arbitral - e se, após a resolução de mérito, a resistência permanecesse, a decisão teria de ser executada no Judiciário. Ocorre que, como se demonstrou, o Judiciário tem uma dinâmica temporal de julgamento incompatível com o mundo dos negócios.

Concebe-se então nesta dissertação um mecanismo contratual de liquidez mais ágil e dinâmico, que atingirá os mesmos efeitos do *drag along*, porém em uma roupagem mais palatável para o Judiciário. Trata-se da alienação fiduciária de ações do controle em garantia da opção de venda do sócio investidor.

Como as ações do controle, nesse caso, já foram transferidas fiduciariamente para o sócio investidor em garantia da opção de venda por ele titularizada, caso o controlador não honre a opção de venda, o sócio investidor poderá alienar privadamente as ações do controle para um terceiro, e com o valor obtido se pagar, devolvendo ao antigo controlador eventual saldo, bem como sua antiga posição minoritária. Estruturalmente, há uma alienação fiduciária de ações em garantia de uma opção de venda, mas funcionalmente temos uma figura próxima ao *drag along*, na medida em que o objetivo é alienar as ações do controle para um terceiro, que passará a ser o novo controlador. A fim de embasar o mecanismo de liquidez ora apresentado, temas correlatos são debatidos, tais como o direito de voto e aos dividendos das ações alienadas fiduciariamente. Analisa-se ainda a questão da legitimidade ativa dos fundos de investimento em participação acionária para se valerem da Lei 4.728/65, chegando-se à conclusão de sua admissibilidade. Por fim, com o desiderato de conferir maior sustentabilidade jurídica à operação, defende-se que ainda que, afastada a aplicabilidade da Lei 4.728/65, a operação de alienação fiduciária permaneceria juridicamente hígida, pois, aplicando-se a teoria da infungibilização, as ações do bloco de controle consubstanciarão coisa móvel infungível, requisito necessário para a incidência do procedimento previsto nos preceitos do Código Civil.

Pode-se, portanto, afirmar, como consequência de tudo que foi dito, que, para o investidor institucional, a possibilidade de desinvestimento é tão importante quanto a realização do investimento, e os acordos de acionistas são os instrumentos adequados para assegurar esta possibilidade. Através desses acordos, estruturam-se os mecanismos que propiciam ao acionista exercer a prerrogativa de, atendidas determinadas condições, liquidar o seu investimento, desfazendo-se das ações que adquirira. Os vários mecanismos de desinvestimento analisados, em maior ou menor grau, conferem ao investidor a segurança necessária para associar-se a novos empreendimentos, que trazem os riscos que lhes são inerentes, mas que, no seu conjunto, são fundamentais para o crescimento econômico e consequente desenvolvimento social, pressupostos necessários para que se alcance o almejado desenvolvimento nacional.

REFERÊNCIAS

- AGHION, P., BOLTON, P., & TIROLE, J. (26 de Setembro de 2000). Exit Option in corporate finance: liquidity versus incentives. Disponível em: <http://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/12500289/Exit%20Options%20in%20Corporate%20Finance%20-%20Liquidity%20versus%20Incentives.pdf?sequence=1>:<http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:12500289>. Acesso em: 15 de junho de 2015.
- ALVES, J. C. (1987). Da Alienação Fiduciária em Garantia. Rio de Janeiro: Forense.
- ANDRADE, R. R. (2012). Considerações teóricas sobre a potestividade da cláusula de drag along. In: V. M. PRADO, & L. U. CARMO, Estudos Empíricos sobre temas de direito societário (p. 19-54). São Paulo: Saraiva.
- ASCARELLI, T. (1969). Problemas das Sociedades Anônimas (2. ed.). São Paulo: Saraiva.
- BANDEIRA, P. (2010). Contratos aleatórios no direito brasileiro. Rio de Janeiro: Renovar.
- BARBI FILHO, C. (1993). Acordo de Acionistas. Belo Horizonte: Del Rey.
- BARRETO, C. (1982). Acordo de Acionistas. Rio de Janeiro: Forense.
- BARROSO, L. (2005). Temas de Direito Constitucional - Tomo III. Rio de Janeiro: Renovar.
- BERTOLDI, M. (2006). Acordo de Acionistas. São Paulo: Revista dos Tribunais.
- BESSONE, D. (1988). Direitos Reais. São Paulo: Saraiva.
- BIENZ, C., & WALZ, U. (1º de Fevereiro de 2010). Venture Capital Exit Rights. Disponível em: Social Science Research Network: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1140128. Acesso em: 22 de junho de 2015.
- BOBBIO, N. (2011). Da Estrutura À Função: Novos Estudos de Teoria do Direito. (D. B. Versiani trad.). Barueri: Manole.
- BOBBIO, N. (2014). Teoria do Ordenamento Jurídico (2. ed.). São Paulo: Edipro.
- BODIN DE MORAES, M. (2007). Danos à Pessoa Humana - Uma Leitura Civil-Constitucional dos Danos Morais. Rio de Janeiro: Renovar.
- BODIN DE MORAES, M. (2010). Na Medida da Pessoa Humana: Estudos de direito civil-constitucional. Rio de Janeiro: Renovar.
- BORBA, J. T. (2007). Temas de Direito Comercial. Rio de Janeiro: Renovar.

- BORBA, J. T. (2015). *Direito Societário*. São Paulo: Atlas.
- BORBA, R. (dezembro de 2014). A análise econômica do direito. *Revista do BNDES*, 340.
- CANARIS, C. W. (2002). *Pensamento Sistemático e Conceito de Sistema na Ciência do Direito* (3. ed.). Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian.
- CARPENA, H. (2013). O abuso de direito no Código de 2002: Relativização de direitos na ótica civil-constitucional. In: Tepedino, G. *O Código Civil na Perspectiva Civil-Constitucional* (Parte Geral). Rio de Janeiro: Renovar.
- COELHO, F. U. (2014). *Curso de Direito Comercial* (Vol. 2). São Paulo: Editora Saraiva.
- CARVALHOSA, M. (2009). *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas* (Vol. 2). São Paulo: Saraiva.
- CARVALHOSA, M. (2011). *Acordo de Acionistas*. São Paulo: Saraiva.
- CHEMLA, G.; HABIB, M., & LJUNGQVIST, A. (Janeiro de 2004). An Analysis of Shareholder Agreements. Fonte: LSE: <http://www.lse.ac.uk/fmg/research/RICAFE/pdf/RICAFE-WP06-Chemla.pdf>
- Código Civil Italiano. (1961). (S. DINIZ, Trad.) Rio de Janeiro: Distribuidora Record Editora.
- COELHO, F. U. (2014). *Curso de Direito Comercial* (Vol. 2). São Paulo: Editora Saraiva.
- COMPARATO, F. (2014). *O poder de controle na sociedade anônima* (6. ed.). Rio de Janeiro: Forense.
- COMPARATO, F. K. (1979). Acordo de Acionistas e Interpretação do art. 118 da Lei das S/A. *Revista dos Tribunais*, V. 527.
- COMPARATO, F. K. (1981). *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense.
- COUTO E SILVA, C. (2006). *A obrigação como processo*. Rio de Janeiro: Editora FGV.
- CUNHA, L. (2015). Private Equity e abuso de direito. Disponível em Monte e Queiroz Advogados: http://www.montequeiroz.com/#!private_equity_abuso_direitos/cmec. Acesso em: 22 de julho de 2015.
- DANTAS, S. (2001). *Programa de Direito Civil*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense.
- DE AZEVEDO, A. (2009). *Novos estudos e pareceres de direito privado*. São Paulo: Saraiva.
- DE FRUTOS, M., & KITTSSTEINER, T. (12 de Fevereiro de 2004). *Research Papers in Economics*. Disponível em *Research Papers in Economics*: <http://repec.org/esL ATM04/up.23092.1082392361.pdf>. Acesso em: 19 de junho de 2015.
- DEL NERO, J. S. (2001). *Conversão Substancial*. Rio de Janeiro: Renovar.
- DONATI, D. (1910). *Il problema delle lacune dell'ordinamento giuridico*. Milão.

DOSTOIEVSKI, F. (2003). Noites de subterrâneo (3. ed.). Rio de Janeiro: Bertrand Brasil.

EIZIRIK, N. (2011). A Lei das S/A Comentada. São Paulo: Quartier Latin do Brasil.

ENEI, J. L. (2011). O capital de risco e o private equity no Brasil: a nova lógica do investimento. In: M. V. Adamek, Temas de direito societário e empresarial contemporâneos. São Paulo: Malheiros.

FARIAS, C., & ROSENVALD, N. (2007). Direito das Obrigações (2. ed.). Rio de Janeiro: Lumen Juris.

FERRAZ JUNIOR, T. (2014). Apresentação. In: N. BOBBIO, Teoria do Ordenamento Jurídico. São Paulo: Edipro.

GOMES, O. (1972). Alienação Fiduciária em garantia. São Paulo: Revista dos Tribunais.

GOMES, O. (1996). Introdução ao Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense.

GOMES, O. (1999). Contratos. Rio de Janeiro: Forense.

GOMES, O. (2002). Contratos. Rio de Janeiro: Forense.

GOMES, O. (2002). Introdução ao direito civil. Rio de Janeiro: Forense.

GOMES, O. (2007). Introdução ao Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense.

GRAU, E. (2005). Ensaio e discurso sobre a interpretação-aplicação do direito (3 ed.). São Paulo: Malheiros.

GUIMARÃES NETO, P. P., CUNHA, B., & COUTO, F. Y. (2014). Alienação fiduciária - evolução legislativa e dilemas atuais. In: L. L. CANTIDIANO, & I. MUNIZ, Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar.

GUIMARÃES NETO, P., CUNHA, B., & COUTO, F. Y. (2014). Alienação fiduciária - Evolução Legislativa e Dilemas Atuais. In: L. CANTIDIANO, & I. MUNIZ, Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais (p. 572). Rio de Janeiro: Renovar.

HOVASSE, H. (1988). Les augmentations de capital a souscription conditionnelle. Paris: Economica.

HUCK, H. M. (fev de 1999). Pactos Societários Leoninos. Revista dos Tribunais, vol. 760. Disponível em: revistadostribunais.com.br: <http://revistadostribunais.com.br/Intelect>. (22 de outubro de 2015). Intelect. Fonte: http://www.igf.com.br/aprende/glossario/glo_Resp.aspx?id=3318. Acesso em: 10 de setembro de 2015.

KELSEN, H. (2006). Teoria pura do direito. São Paulo: Martins Fontes.

KONDER, C. N. (2006). *Contratos Conexos - Grupos de contratos, redes contratuais e contratos coligados*. Rio de Janeiro: Renovar.

KONDER, C. N. (ABR/JUN de 2012). Boa-fé objetiva, violação positiva do contrato e prescrição: Repercussões práticas da contratualização dos deveres anexos no julgamento Resp nº 1.276.311. *Revista Trimestral de Direito Civil*, 50, 217-238.

LEÃES, L. P. (2004). *Pareceres (Vol. II)*. São Paulo: Singular.

LEBRUN, K. (2002). *Making A Private Equity/Venture Capital Investment*. Disponível em: Legal Scholarship Repository: <http://scholarship.law.upenn.edu/jil/vol23/iss2/1/>. Acesso em: 22 de Junho de 2015.

LOBO, C. D. (2009). Acordo de Acionistas. In: A. LAMY Filho, & J. B. PEDREIRA, *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense.

LOPEZ, T. (Outubro de 2010). Exercício do Direito e Suas Limitações: Abuso do Direito. *Revista dos Tribunais* | vol. 885/2009 | p. 49 - 68 | Jul / 2009, 997. São Paulo: Revista dos Tribunais.

MARTINS-COSTA, J. (Outubro de 2003). Breves Anotações Acerca do Conceito de Ilícitude no Novo Código Civil (Estruturas e Rupturas em Torno do Artigo 187). *Boletim Adcoas*, 309-310.

MARTINS-COSTA, Judith. (Maio/2005). Reflexões sobre o princípio da função social dos contratos. *Revista Direito GV*, v. 1, n 1, p. 41-66.

MARTINS-COSTA, J. (2014). Critérios para aplicação do princípio da boa-fé objetiva (com ênfase nas relações empresariais). In: V. DE FRADERA, & J. MARTINS-COSTA. *Estudos De Direito Privado E Processual Civil em homenagem a Clóvis do Couto e Silva*. São Paulo: Revista dos Tribunais.

MARY, H. (2015). *The Business Advisor*. Disponível em: *The Business Advisor*: <http://bizadvisor.com/ShareholderAgreements.htm>. Acesso em: 19 de junho de 2015.

MATTIETTO , L. (2002). *Invalidez dos Atos e Negócios Jurídicos* . In: G. Tepedino, *A Parte Geral do Novo Código Civil*. Rio de Janeiro: Renovar.

MATTOS FILHO, A. O. (2015) *Valores Mobiliários*. In: Fábio Ulhoa Coelho, *Tratado de Direito Comercial (Vol. 3)*. São Paulo: Saraiva.

MENDONÇA, J. C. (1963). *Tratado de Direito Comercial (6. ed., Vol. III)*. São Paulo: Freitas Bastos.

MILIAUSKAS, P. (29 de Outubro de 2012). *Social Science Research Network (SSRN)*. Disponível em *Social Science Research Network (SSRN)*: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2380629. Acesso em: 15 de junho de 2015.

MIRANDA, P. (1954). Tratado de Direito Privado (2. ed., Parte Geral Tomo II). Rio de Janeiro: Borsoi.

MIRANDA, P. (1955). Tratado de direito privado (2. ed.). Rio de Janeiro: Borsoi.

MIRANDA, P. (1984). Tratado de Direito Privado (Vol. Tomo 21). São Paulo: Revista dos Tribunais.

MONTEIRO Filho, C. E. (2008). Rumos cruzados do direito civil pós-1988 e do constitucionalismo de hoje. In: G. TEPEDINO, DIREITO CIVIL.CONTEMPORÂNEO: Novos problemas à luz da legalidade constitucional. São Paulo: Atlas S.A.

MONTEIRO FILHO, C. E. (2014). O conceito de dano moral e as relações de trabalho. Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. Disponível em: Civilistica: <http://civilistica.com/o-conceito-de-dano-moral-nas-relações-de-trabalho/>. Acesso em: 16 de novembro de 2015.

MONTEIRO FILHO, C. E.; BIANCHINI, L. L. (2012) Breves considerações sobre a responsabilidade civil do terceiro que viola o contrato (tutela externa do crédito). In: TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luis Edson. Diálogos sobre Direito Civil, v. 3. RJ: Renovar.

OLIVA, M. D. (2014). Do negócio fiduciário à fidúcia. São Paulo: Atlas.

OPITZ, O., & OPITZ, S. (1971). Alienação Fiduciária em Garantia (2. ed.). Rio de Janeiro: Borsoi.

PEREIRA, C. d. (2003). Instituições de Direito Civil (Vol. III). Rio de Janeiro: Forense.

PEREIRA, C. d. (2004). Instituições de Direito Civil - Introdução ao Direito Civil (Vol. I). Rio de Janeiro: Forense.

PERLINGIERI, P. (2007). Perfis do direito civil: introdução ao direito civil constitucional (3ª ed.). (M. C. Cicco, Trad.) Rio de Janeiro: Renovar.

PERLINGIERI, P. (2008). O Direito Civil na Legalidade Constitucional. Rio de Janeiro: Renovar.

RÁO, V. (1994). Ato Jurídico: noção, pressupostos, elementos essenciais e acidentais, o problema do conflito entre os elementos volitivos e a declaração. São Paulo: Revista dos Tribunais.

RESTIFFE Neto, P., & RESTIFFE, P. (Junho de 1999). A alienação fiduciária em garantia e a Lei de Sociedades Anônimas. Resvista dos Tribunais.

RESTIFFE Neto, P., & RESTIFFE, P. (2000). Garatia Fiduciária: direitos e ações: manual teórico e prático com jurisprudência. (3. ed.). São Paulo: Revista dos Tribunais.

ROCHA, E. (2011). Acordo de Quotistas nas Sociedades Limitadas. Rio de Janeiro: Arraes.

ROSMAN, L. C. ; PEDREIRA. Direito das Companhias (Vol. II). Rio de Janeiro: Forense.

SCHREIBER, A. (2012). A proibição de comportamento contraditório: tutela da confiança e venire contra factum proprium (3. ed.). Rio de Janeiro: Renovar.

SCHREIBER, A. (2013). Direito Civil e Constituição. São Paulo: Atlas.

SERPA LOPES, M. M. (1996). Curso de direito civil, Fonte das Obrigações: contratos (Vol. III). Rio de Janeiro: Freitas Bastos.

SOUZA, E. N. (abril-junho de 2014). Merecimento de Tutela: A nova fronteira da legalidade no direito civil. Revista de Direito Privado, 58.

TEPEDINO, G. (2009). Temas III. Rio de Janeiro: Renovar. TEPEDINO, G. (2012). SOLUÇÕES PRÁTICAS DE DIREITO - Empresa e Atividade Negocial (Vol. III). São Paulo: Revista dos Tribunais.

TEPEDINO, G., & SCHREIBER, A. (2003). Os Efeitos da Constituição em Relação à Cláusula da Boa-Fé no Código de Defesa do Consumidor e no Código Civil. Revista da Emerj - n. 23, 6.

TEPEDINO, G.; BARBOZA, H., & DE MORAES, M. (2011). Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República (Vol. III). Rio de Janeiro: Renovar.

TEPEDINO, G.; BARBOZA, H. H., & BODIN DE MORAES, M. (2006). Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República (Vol. II). Rio de Janeiro: Renovar.

TEPEDINO, G., BARBOZA, H. H., & BODIN DE MORAES, M. (2004). Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República (Vol. I). Rio de Janeiro: Renovar.

TERRA, A. Cláusula resolutiva expressa: Regime jurídico e parâmetros funcionais para a sua fixação. 2015. Tese de Doutorado (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015.

TOLOMEI, C. (2013). A noção de ato ilícito e a teoria do risco na perspectiva do novo Código Civil. In: G. Tepedino, O Código Civil na Perspectiva Civil-Constitucional - Parte Geral. Rio de Janeiro: Renovar.

VAMPRÉ, S. (1917). Código Civil Brasileiro. São Paulo: Livraria e Oficinas Magalhães.

VELOSO, Z. (1997). Condição, Termo e Encargo. São Paulo: Malheiros.

VENOSA, S. (2005). Direito Civil - v. 1. São Paulo: Atlas.

WALD, A. (julho-setembro de 2006). Do regime jurídico do direito de preferência decorrente de acordo de acionistas - Da inviabilidade do exercício do direito de preferência sobre parte do objeto da oferta. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais (33). Disponível em: wikipedia. Fonte: https://pt.wikipedia.org/wiki/Oferta_p%C3%BAblica_inicial: https://pt.wikipedia.org/wiki/Oferta_p%C3%BAblica_inicial. Acesso em: 22 de outubro de 2015.

WOLF, R. C. (2014). *The Law and Practice of Shareholders' Agreements in National and International Joint Ventures*. New York: Wolters Kluwer.