



**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

AUGUSTO RODRIGUES COUTINHO DE MELO FILHO

**A (DES)NECESSIDADE DO CONCEITO DE CAPITAL SOCIAL
NO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO: UMA ANÁLISE À LUZ DO
DIREITO NORTE-AMERICANO E EUROPEU**

Rio de Janeiro,
junho de 2015.

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DO RIO DE JANEIRO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

AUGUSTO RODRIGUES COUTINHO DE MELO FILHO

**A (DES)NECESSIDADE DO CONCEITO DE CAPITAL SOCIAL
NO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO: UMA ANÁLISE À LUZ DO
DIREITO NORTE-AMERICANO E EUROPEU**

Trabalho de Conclusão de Curso, sob
Orientação do professor Cássio Cavalli
apresentado à FGV DIREITO RIO como
requisito parcial para obtenção do grau de
bacharel em Direito.

Rio de Janeiro,
junho de 2015.

**A (DES)NECESSIDADE DO CONCEITO DE CAPITAL SOCIAL
NO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO: UMA ANÁLISE À LUZ DO
DIREITO NORTE-AMERICANO E EUROPEU**

Elaborado por AUGUSTO RODRIGUES COUTINHO DE MELO FILHO

Trabalho de conclusão de Curso apresentado à
FGV DIREITO RIO como requisito parcial
para obtenção do grau de bacharel em
Direito.

Comissão Examinadora:

Nome do orientador: _____

Nome do Examinador 1: _____

Nome do Examinador 2: _____

Assinaturas:

Professor Orientador

Examinador 1

Examinador 2

Nota Final: _____

Rio de Janeiro, ____ de _____ de 20 ____

RESUMO

O trabalho analisa o tema do capital social no direito societário brasileiro. Seu objetivo é demonstrar, do ponto de vista jurídico, os malefícios e benefícios que o instituto promove. Apesar de ser tido como um conceito clássico e essencial para as sociedades com limitação de responsabilidade no Brasil, esse instituto vem sendo cada vez mais criticado no sentido de que não desempenha suas funções clássicas (organização, produção, e proteção de credores) de maneira efetiva nos dias atuais.

Nesse contexto, direito societário moderno vem passando por uma evolução no sentido de questionar a efetividade de seus institutos. A análise aqui proposta do capital social segue esse raciocínio.

Para auxiliar na interpretação do instituto no Brasil, serão utilizadas serão estudadas as lições e legislações dos ordenamentos europeu e norte-americano, onde o tema já foi amplamente debatido. O tratamento dado pelo *Revised Model Business Corporation Act*, legislação modelo norte americana, e da Segunda Diretiva do Capital da União Europeia aos instituto serão comparados com o tratamento da Lei das S.A. para o capital social.

Por fim, são identificadas algumas particularidades do instituto do capital social em relação aos ordenamentos estrangeiros, que demonstram que uma eventual supressão do conceito de capital social no Brasil possuiria características próprias que não estão presentes na Europa e nos Estados Unidos. Nesse contexto, serão identificados os custos legislativos que uma eventual mudança do regime de capital social teria no sistema legislativo brasileiro.

PALAVRAS-CHAVE: capital social; funções do capital social; proteção de credores; direito societário contemporâneo; *Revised Model Business Corporation Act*; Segunda Diretiva do Capital da União Europeia.

ABSTRACT

The paper analyzes the topic of legal capital in the Brazilian corporate law. Its objective is to demonstrate, from a legal point of view, the costs and benefits that the institute promotes. Despite being seen as a classic and essential concept for companies with limited liability in Brazil, this institute has been increasingly criticized in the sense it does not play its traditional role (organization, production, and protection of fixed claimants) effectively nowadays.

In this context, modern company law has evolved in the sense of questioning the effectiveness of its institutes. The analysis proposed here of the legal capital follows this reasoning.

To assist in the interpretation of the institute in Brazil, we studied the literature and legislations of European and American systems, where the issue has been widely debated. The treatment given by the Revised Model Business Corporation Act, the North American model law, and the Second Directive of the Capital of the European Union will be compared with the treatment of the Brazilian Corporations Law for the legal capital.

Finally, we identified some particularities of the capital institute in relation to foreign systems, showing that a possible abolition of the concept of social capital in Brazil possess features that are not present in Europe and the United States. In this context, the legal costs associated with a possible change of the capital regime in the Brazilian legal system will be identified.

KEYWORDS: legal capital; functions of legal capital; protection of fixed claimants; modern company law; Revised Model Business Corporation Act; Second European Union Directive on Companies.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
Metodologia	11
Considerações Iniciais	11
Estrutura do trabalho.....	14
PARTE I – NOÇÃO E FUNÇÕES DO CAPITAL SOCIAL À LUZ DO DIREITO SOCIETÁRIO CLÁSSICO E DA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA VIGENTE	16
1.1. Noções gerais sobre o capital social	16
1.1.1 Relação entre limitação de responsabilidade e capital social.....	17
1.1.2. Distinção entre capital e patrimônio social	19
1.1.3. Definição jurídica do capital social.....	21
1.2. O regime jurídico do capital social segundo a legislação societária brasileira.....	24
1.3. As funções do capital social.....	27
1.3.1. A função de produção	27
1.3.2. A função de organização	28
1.3.3. A função de garantia dos credores	29
PARTE II – ANÁLISE DO CAPITAL SOCIAL À LUZ DO DIREITO COMPARADO E DAS NOVAS TEORIAS DO DIREITO SOCIETÁRIO.....	32
2.1. Evolução do tratamento dado ao capital social no direito comparado.....	32
2.1.1. A experiência norte-americana.....	33
2.1.2. A experiência europeia.....	38
2.2. Críticas ao instituto do capital social	42
2.2.1. Análise da efetividade das funções de produção e organização desempenhadas pelo capital social.....	43
2.2.2. Da efetividade do conceito de capital social como garantia dos interesses de credores	45
2.2.3. Os custos de benefícios da flexibilização do capital social no direito brasileiro	59
CONCLUSÃO.....	62
BIBLIOGRAFIA	63

INTRODUÇÃO

O capital social é um conceito em crise. Dentre os diversos institutos existentes no direito societário, este tem sido objeto de diversas críticas pela literatura jurídica – em especial a norte-americana – a ponto de levar vários países a questionarem a necessidade de manutenção deste conceito no âmbito de suas legislações pátrias.

O presente trabalho tem como objetivo analisar a mudança que o regime do capital social tem passado nas últimas décadas, a fim de determinar se o instituto cumpre as funções que lhe foram historicamente atribuídas. Isso porque, apesar deste conceito ter sido interpretado pelos juristas, durante mais de três séculos, como um “dogma” do direito societário, desde o final do século XX ele tem sido posto em xeque.

Nesse sentido, referimo-nos a evolução pela qual vem passando o direito societário, no qual a análise sobre a efetividade que os institutos societários clássicos desempenham na prática empresarial contemporânea mostra-se de fundamental importância para determinar sua utilidade no sistema jurídico vigente. Por meio de tal análise, alguns doutrinadores afirmam que a legislação sobre o capital social não cumpre, efetivamente, os objetivos a que se propõe.

Apesar da existência de extensa doutrina estrangeira questionando o conceito de capital social – e, conseqüentemente, propondo a flexibilização ou extinção de tal conceito dos respectivos ordenamentos pátrios – no Brasil o tema não é discutido com tal magnitude. Mais do que isso, são poucos os trabalhos acadêmicos que cuidaram de questionar a noção de capital social à luz das particularidades da legislação brasileira.

Não se pretende, contudo, chegar a uma conclusão final sobre o tema, tendo em vista a limitação inerente a um trabalho de monografia. O que se pretende, não obstante, é que o leitor tenha uma visão geral de como o tema vem sendo tratado nos ordenamentos estrangeiro e pátrio, e tire a sua conclusão – com base nos argumentos expostos a seguir – se o capital social merece a ampla importância que lhe é dada pela legislação societária brasileira.

Metodologia

Temos o seguinte problema geral de pesquisa: “*o conceito de capital social, tal como originalmente concebido, é necessário dentro do atual estágio de desenvolvimento do direito societário brasileiro?*”.

No âmbito de análise deste problema geral, é possível identificar alguns problemas específicos, que também serão tratados ao longo deste trabalho. São eles: (i) as funções atribuídas ao capital social são efetivamente desempenhadas por ele?; (ii) os benefícios associados ao capital social superam seus custos para prática empresarial? (iii) as funções do capital social são desempenhadas por outros institutos societários de maneira mais eficiente?; e, finalmente, (iv) a noção de capital social pode ser, parcial ou totalmente, suprimida do ordenamento jurídico pátrio em razão desses outros institutos?

A hipótese aqui levantada é que o capital social não é um conceito necessário para o direito societário brasileiro, posto que: (i) não desempenha de maneira efetiva as funções a ele atribuídas; (ii) traz custos para a prática empresarial que superam os seus benefícios; (iii) existem institutos societários alternativos que promovem as funções do capital de maneira mais eficiente; e (iv) o capital social pode ser suprimido, parcial ou totalmente, do ordenamento pátrio vigente.

Para que a referida hipótese seja testada, faremos um trabalho eminentemente teórico, estudando trabalhos acadêmicos, pareceres jurídicos, jurisprudências, projetos de legislação e legislações societárias sobre o tema. São trabalhos que demonstram o tratamento do capital social no direito brasileiro, norte-americano e europeu. Na primeira parte do trabalho, procuraremos fazer uma descrição do instituto segundo os doutrinadores brasileiros e estrangeiros. Na segunda parte, com um viés mais crítico, analisaremos as legislações estrangeiras sobre o tema e, juntamente com os estudos que criticam o tema, confrontaremos a noção de capital social concebida no Brasil.

Considerações Iniciais

Antes de se debruçar sobre o tema, é importante tecer algumas considerações sobre este trabalho.

Primeiramente, o conceito de capital social abrange diferentes áreas do conhecimento, de modo que tal conceituação extrapola a esfera do direito societário. Como é sabido, o capital social exerce um papel relevante no âmbito das ciências contábeis, do direito tributário e das finanças empresariais.

Consequentemente, uma possível alteração no regramento do capital social acarretaria mudanças, diretas ou indiretas, para outras áreas do conhecimento – as quais não serão abordadas neste trabalho. Limitaremos o nosso campo de análise ao direito societário, mesmo que conceitos financeiros e contábeis possam ser invocados eventualmente, para melhor entendimento do tema.

Segundo, pelo fato da matéria do capital social estar codificada no direito brasileiro, a supressão ou relativização deste conceito demandaria uma alteração da legislação vigente. A alteração legislativa, por definição, envolve custos diversos relacionados à mudança do sistema em vigor, que transcendem o âmbito de análise deste trabalho. Não obstante, o trabalho cuidará de expor, em linhas gerais, quais seriam os principais desafios enfrentados pelo legislador brasileiro caso uma reforma da legislação societária viesse a ocorrer.

Terceiro, as referências legislativas a respeito do capital social aqui expostas serão consideradas observando, majoritariamente, o regime jurídico das sociedades anônimas abertas e fechadas, reguladas pela Lei 6.404, de 1976 (“Lei das S.A.”). Tal escolha se deu pelo fato das sociedades anônimas demonstrarem, na máxima proporção, os potenciais conflitos de interesses entre os sócios¹ e *stakeholders*² (aqui incluídos os credores) da sociedade – conflitos esses que estão, em maior ou menor grau, presentes nos demais tipos societários.

¹ A referência aos nomes “sócio” ou “acionista” da sociedade, no âmbito deste trabalho, denota a ideia não só de propriedade das ações, como também a ideia de controle e gerenciamento das atividades sociais. Nesse contexto, a distinção entre os meros proprietários da empresa (acionistas minoritário) e seus controladores (acionistas controladores ou administradores), tão abordado pela doutrina societária, não será relevante. O conflito primordial aqui abordado se dará no âmbito interno e externo da companhia, ou seja, entre os sócios/administradores e os *stakeholders*. Assim, onde lê-se “sócio” pode-se substituir, na maior parte das vezes, pelos termos “controlador” e “administrador”.

² O termo *stakeholders*, advindo da teoria institucionalista das sociedades, se refere a todas as pessoas que se relacionam, direta ou indiretamente, com a sociedade, sendo portanto atingidas pelas decisões de gestão que são tomadas dentro da sociedade. Nesse sentido, temos a explicação de CEREZETTI: “As chamadas *stakeholder theory*, *institutionalist conception* ou, ainda, a *social entity conception* concebem a companhia não apenas como uma propriedade privada dos acionistas, e que deve atuar apenas no interesse desses agentes, mas como uma entidade de relevância pública e cuja administração deve estar atenta aos diferentes interesses por ela abrangidos”. CEREZETTI, Sheila Neder. *A Recuperação Judicial de Sociedade por Ações*. São Paulo, Malheiros, 2012, p.166.

As considerações sobre o capital social são aplicáveis, em termos gerais, a todas as sociedades personificadas do direito brasileiro, que possuem o instituto do capital social por definição. As considerações sobre o capital social ganham destaque, porém, no âmbito das sociedades com limitação da responsabilidade em relação ao patrimônio dos sócios – como é o caso das sociedades limitadas.

Ao contrário, no caso das sociedades personificadas sem limitação de responsabilidade, as considerações a respeito do instituto são menos relevantes pelo fato do patrimônio dos sócios garantir as dívidas sociais em sua plenitude – não exigindo, portanto, uma tutela especial que vise a manutenção de parcela do patrimônio social.

Convém, por último, fazermos uma nota a respeito da utilização de análises do direito comparado para justificar alterações institucionais no ordenamento jurídico do Brasil.

Como é de se esperar, considerações e conceitos legais advindos de outro país não podem, pura e simplesmente, serem incorporados ao ordenamento pátrio como se as funções que desenvolveram naquele ordenamento fossem análogas àquelas que serão desenvolvidas em um regime jurídico distinto. A incorporação de conceitos estrangeiros demanda, pois, uma adaptação aos princípios e fundamentos que regem o direito brasileiro³.

Observados esses cuidados, a análise do direito comparado se mostra como um instrumento de fundamental importância para o aprimoramento das legislações nacionais. Nesse sentido, ASCARELLI ilustra com maestria a importância de tal análise:

O direito comparado representa o meio para ampliar a nossa experiência jurídica no espaço, meio semelhante ao que a história representa quanto ao tempo; permite-nos, através do enriquecimento da nossa experiência, entender e avaliar melhor os diversos sistemas jurídicos, e, pois, reconstruir os traços fundamentais do direito na civilização atual ou em determinada época histórica, e as linhas básicas do seu desenvolvimento; auxilia-nos a compreender as relações entre as normas jurídicas e a subjacente realidade social; dá-nos as razões das diferenças jurídicas; leva-nos à modéstia e à tolerância que decorrem do ampliado da experiência. O direito comparado constitui auxílio indispensável para o progresso jurídico dos

³ Diversos autores demonstram a necessidade de interpretar as análises de direito comparado de acordo com o ambiente institucional de cada país. Segundo MILHAUPT e PISTOR, há uma tendência de que soluções desenvolvidas internamente, isto é, sem transposição de soluções estrangeiras, sejam mais eficientes no enfrentamento de questões. O sucesso da transposição dependerá, então, de questões peculiares ao sistema jurídico para o qual se transportam os mecanismos, cf. “our theory is that a legal transplant fits the host jurisdiction if it is sufficiently responsive to demand that the legal community integrates the transplanted law into the surrounding legal system”. MILHAUPT, Curtis J., PISTOR, Katharina. *Law & Capitalism – What corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*. Chicago, The University of Chicago Press, 2008, p. 210.

diversos países, oferecendo a possibilidade de utilizar, cada qual, as alheias experiências.⁴

Nesse sentido, procuramos fazer uma análise crítica de cada um dos institutos alienígenas apresentados, à luz do sistema jurídico vigente no Brasil, chegando assim a uma conclusão mais apurada sobre cada um dos conceitos apresentados.

Estrutura do trabalho

O trabalho divide-se em duas partes.

Na primeira parte, cuidaremos de expor a noção e as funções tipicamente atribuídas ao capital social no âmbito do direito societário. Aqui serão introduzidos conceitos importantes para o entendimento do instituto, como limitação de responsabilidade, responsabilidade patrimonial e patrimônio social. Também serão expostos as funções e os princípios associados ao capital social e o regime jurídico vigente nos termos da legislação societária brasileira, em especial da Lei das S.A..

Na segunda parte do trabalho, far-se-á uma análise do instituto à luz do direito comparado e das novas teorias do direito societário. Esta parte será composta por duas seções. Na primeira delas, expor-se-á o tratamento dado ao capital social nos Estados Unidos da América e na Europa. Como veremos, a doutrina norte-americana se mostra, em sua maioria, favorável à abolição do conceito de capital social, ao passo que os autores europeus veem tal afirmativa com mais cautela, tendendo à afirmação do instituto.

A segunda seção cuidará de questionar o instituto do capital social com base nas novas teorizações sobre o tema. As três funções originalmente atribuídas ao capital social (produção, organização e proteção de credores) serão analisadas de maneira crítica, de modo a demonstrar se elas são efetivas em relação ao que se propõem.

Esta seção fará uma análise dos custos e benefícios relacionados à alteração das regras do capital social no direito brasileiro. Ela também identificará eventuais custos institucionais e legislativos relacionados a uma possível mudança do ordenamento jurídico no tocante ao instituto apresentado.

⁴ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008, p. 34.

PARTE I – NOÇÃO E FUNÇÕES DO CAPITAL SOCIAL À LUZ DO DIREITO SOCIETÁRIO CLÁSSICO E DA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA VIGENTE

1.1. Noções gerais sobre o capital social

A noção de capital social, historicamente concebida com a criação das Companhias das Índias dos séculos XVII e XVIII⁵, evoluiu de maneira substancial ao longo dos séculos, passando por diversas formulações até chegar ao significado pelo qual hoje é conhecido. Apesar da longa idade, o capital social não possui uma definição singular e pacífica.

A falta de homogeneidade acerca do significado do capital social foi notada por diversos autores, que chegaram a interpretá-lo como “uma figura misteriosa que exige esforço para a captação de sua natureza”,⁶ e que “não há área do direito societário mais confusa e misteriosa”.⁷

Se a princípio ele foi criado para atender, primordialmente, aos interesses dos sócios que aportaram dinheiro na sociedade, ao longo do tempo ele adquiriu o objetivo primordial de tutela dos interesses dos credores. Essa oscilação, ora privilegiando os sócios e da companhia, ora privilegiando os credores, permanece até a atualidade e é objeto dos mais acalorados debates entre os doutrinadores.

Antes de analisarmos a definição jurídica do capital social e as funções a ele atribuídas, cabe analisar dois conceitos societários que estão intimamente relacionados a ele: a limitação de responsabilidade e o patrimônio social.

⁵ Interessante notar que as Companhias das Índias do século XVII e XVIII, precursora das sociedades anônimas modernas, não foram as primeiras sociedades a reunirem recursos de grande volume para consecução de um empreendimento comercial – papel que cumpriu às Companhias privilegiadas com a concessão régia desenvolvidas no século XVI. O capital social, porém somente ganhou importância a partir do século XVII, como esclarece DOMINGUES: “Note-se que, ao contrário do que sucedia nas companhias privilegiadas do séc. XVI – as quais eram constituídas, via de regra, para a concretização de um único objectivo (v.g., uma viagem), cuja consecução determinava o reembolso aos sócios do capital investido com renditos eventualmente resultantes do empreendimento realizado -, as companhias coloniais dos sécs. XVII e XVIII destinavam-se a perdurar no tempo, o que implicou a consagração de um princípio de permanência do capital”. DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre o Capital Social*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 63.

⁶ ASCENSÃO, J. Oliveira. *Direito comercial*, Volume IV, *Sociedades Comerciais*. Lisboa: 2000, p. 147. *Apud* DOMINGUES, Paulo de Tarso, *op. cit.*, p. 33.

⁷ HAMILTON, R. *The Law of Corporations*. St. Paul, Minnesota: West Publishing Company, 2000, p. 163. *Apud* DOMINGUES, Paulo de Tarso, *op. cit.*, p. 33.

1.1.1 Relação entre limitação de responsabilidade e capital social

A limitação de responsabilidade é a característica essencial às companhias e demais sociedades de responsabilidade limitada, e teve papel fundamental no desenvolvimento da atividade comercial. Ela estabelece que somente o patrimônio da sociedade responderá pelas suas obrigações para com terceiros.

A limitação da responsabilidade nasce, portanto, como uma forma de segregar o patrimônio dos sócios e da sociedade, de modo que os credores desta última não poderão invocar o patrimônio dos sócios para saldar as obrigações sociais. O patrimônio da sociedade, composto por todos os seus bens e direitos, responde integralmente pelo risco do negócio.

Tal limitação, conforme amplamente explicitada pela doutrina societária, foi de extrema importância para o desenvolvimento da atividade comercial. Não fosse a regra de limitação da responsabilidade, os investidores tenderiam a limitar os seus investimentos em empreendimentos menores e pouco arriscados, tendo em vista que uma participação pequena em uma sociedade poderia resultar no comprometimento de seus bens pessoais, não vinculados ao negócio.

No âmbito das sociedades anônima que, via de regra, perseguem investimentos de grande porte, a falta de tal limitação seria ainda mais problemática em razão dos elevado risco atrelado aos seus negócios. O investidor dificilmente compraria uma ação de uma companhia aberta, caso houvesse o risco de comprometer seu patrimônio para além do valor investido. Sobre a importância desta limitação e sua razão econômica, utilizamo-nos das palavras de JENSEN e MECKLING:

[O]ne of the attractive features of the corporate form vis-a-vis individual proprietorships or partnerships is the limited liability feature of equity claims in corporations. Without this provision each and every investor purchasing one or more shares of a corporation would be potentially liable to the full extent of his personal wealth for the debts of the corporation. Few individuals would find this a desirable risk to accept and the major benefits to be obtained from risk reduction through diversification would be to a large extent unobtainable.⁸

Ao passo que possibilitou a limitação de riscos do ponto de vista dos sócios, a limitação de responsabilidade tornou necessária a criação de um regramento especial que tratasse do patrimônio social. Nesse âmbito, expõe PENTEADO:

⁸ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 305-360, North-Holland Publishing Company, 1976, p. 331.

O capital social aparece, assim, nos sistemas legais de filiação romano-germânica, como um instituto destinado a tornar possível a limitação da responsabilidade, mediante um conjunto de normas inderrogáveis, inclusive de natureza penal, que visam tutelar aquele patrimônio especial, subtraído do conjunto geral de bens dos sócios, para formar a base patrimonial da sociedade.⁹

Desse modo, o capital social surge como um contraponto à regra de limitação de responsabilidade. Se esta limita o interesse dos credores no sentido de impossibilitá-los de perseguir o patrimônio dos sócios para saldar suas dívidas, aquela visa reequilibrar esses mesmos interesses.

É com fundamento na ideia de proteção aos credores que parte da doutrina societária defende a manutenção das regras de capital social conforme originalmente concebidas. É nesse sentido a lição de BULHÕES PEDREIRA:

Se os sócios tivessem liberdade ilimitada de promover a transferência de bens da sociedade para seus patrimônios, inclusive em prejuízo dos credores sociais, o regime de responsabilidade patrimonial deixaria de ser eficaz nas sociedades. Daí as disposições sobre responsabilidade solidária dos sócios de alguns tipos de sociedade, e sobre o capital social – como mecanismo de garantia dos credores – nos tipos de sociedade em que a responsabilidade de todos os sócios é limitada.¹⁰

Esses dois conceitos estiveram, portanto, intimamente ligados desde o momento da criação do instituto do capital social. Porém, essa ligação não se mostra tão determinante nos tempos atuais.

No momento de sua criação, a limitação de responsabilidade inovou ao criar uma exceção à regra de responsabilização patrimonial dos sócios, sendo portanto uma vantagem dada aos sócios das empresas que demandaria uma compensação aos credores. Atualmente, porém, a doutrina societária contemporânea, em especial a norte americana, interpreta o capital social como regra essencial a determinados tipos de empresa, como as companhias. É sob essa perspectiva que os autores EASTERBROOK e FISHEL afirmam que “as características essenciais da companhia abertas dependem de um instituto como a limitação de responsabilidade”.¹¹

⁹ PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988, pp. 13-14.

¹⁰ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 419.

¹¹ EASTERBROOK, Frank H; FISHEL, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, 1991, p. 41.

Assim, é possível perceber que a limitação de responsabilidade beneficia a empresa como um todo e, conseqüentemente, seus sócios e *stakeholders*. Com isso, a limitação de responsabilidade não deveria ser interpretada como um “privilégio” dado aos sócios em prejuízo dos credores sociais. Nesse sentido expõe MACEY:

*The basic justification for European-style legal capital rules aimed at protecting is that compliance with such rules is the price that firms must pay to obtain the benefits of limited liability. Under this view, limited liability is a “privilege” which benefits shareholders but hurt fixed claimants. To obtain this benefit, under a typical European legal capital regime, shareholders must make contributions of a minimum value (capital) to the company, and the company may not return these contributions to the shareholders during the company’s life.*¹²

Para ele, a regra da limitação de responsabilidade não justificaria a existência do capital social, ao contrário do que defende a teoria europeia do capital social. Não haveria, assim, necessidade de reequilibrar os direitos dos credores em face da limitação de responsabilidade gozada pelos sócios.

1.1.2. Distinção entre capital e patrimônio social

A segunda conceituação importante diz respeito a distinção entre patrimônio e capital.

O patrimônio social, conforme o próprio nome já infere, representa as relações de crédito e débito da sociedade, que compõe o balanço da sociedade, e cuja diferença irá resultar no patrimônio líquido, i.e., no montante líquido que ultrapassa as obrigações devidas a terceiros.

O capital social, por sua vez, é uma cifra rígida que é fixada no ato constitutivo da sociedade e determina o valor inicial aportado pelos sócios no negócio.

Se, a princípio, no momento de constituição da sociedade, esses valores coincidem, a tendência é que, com a evolução das atividades comerciais desenvolvidas pela empresa, o seu patrimônio se distancie daquele valor inicialmente aportado.

No decorrer das atividades da empresa, o patrimônio social será superior ao capital social, no caso de aferimento de lucros; ou inferior, caso a sociedade apresente perdas no decorrer de seu exercício social.

¹² MACEY, Jonathan R.; ENRIQUES, Luca. *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*. Yale Law School Faculty Scholarship Series, Paper 1413, 2001, p. 1173.

Utilizando-se da primeira hipótese, à medida que a sociedade auferir lucros e maximizar os valores de seus ativos, o patrimônio social será aumentado, de modo que a cifra nominal fixada no estatuto da empresa restará cada vez mais desatualizada em relação ao patrimônio mutável da empresa.

Sobre essa diferenciação temos a visão de ASCARELLI:

Temos, pois, de um lado, o conjunto dos bens da sociedade, isto é, o seu patrimônio; o valor real desses bens muda necessariamente com as oscilações do mercado e com o andamento dos negócios; a sua avaliação, juntamente com a indicação do passivo, é fixada nos balanços sociais; de outro lado, o capital social, resultante não só dos balanços, mas do estatuto social, e que não pode ser modificado a não ser observadas as normas a respeito.¹³

Desse modo, o capital social está contido no patrimônio da sociedade, representando uma cifra rígida que não corresponde à variação patrimonial da empresa.

Do ponto de vista jurídico, o patrimônio pode ser definido como o conjunto de relações jurídicas, dotadas de valor econômico, nas quais a pessoa figura como parte. Essa universalidade de direitos e obrigações forma o patrimônio da sociedade, que por sua vez responde integralmente pelas dívidas sociais presentes e futuras, consoante a regra de responsabilidade patrimonial vigente no direito brasileiro.

Tal regra encontra-se presente no art. 391¹⁴ da Lei 10.406, de 2002 (“Código Civil” ou “CC”), e no art. 591¹⁵ da Lei 5.869, de 1973 (“Código de Processo Civil” ou “CPC”). Em conjunto com a regra da limitação da responsabilidade acima exposta, a regra da responsabilidade patrimonial torna claro que somente os bens das sociedades irão responder pelas dívidas com seus respectivos credores.

Por fim, cabe notar, como bem observado por DOMINGUES, que, ao contrário do patrimônio social, cuja existência se confunde com a própria noção de sociedade, o capital social trata de uma convenção, criada para tutelar os interesses dos sócios e dos *stakeholders* da sociedade. Sobre o assunto:

¹³ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008, p. 469.

¹⁴ Cf. “Art. 391. Pelo inadimplemento das obrigações respondem todos os bens do devedor”, CC.

¹⁵ Cf. “Art. 591. O devedor responde, para o cumprimento de suas obrigações, com todos os seus bens presentes e futuros, salvo as restrições estabelecidas em lei”, CPC.

Note-se, contudo, que – ao contrário do património que, nos termos vistos, é um elemento natural de toda e qualquer sociedade – o capital social não existe ou não tem que existir em todas as sociedades, não sendo, pois um “elemento conceitualmente essencial” à noção de sociedade em geral.¹⁶

Não é difícil visualizar, pelo exposto até então, que o capital social é um valor convencionado pelos sócios, distante da dinâmica patrimonial da sociedade.

1.1.3. Definição jurídica do capital social

Ao contrário do que pode parecer, a noção de capital social está sujeita a uma pluralidade de interpretações pelos doutrinadores. Em sua concepção clássica, o capital social, representa a contribuição dos sócios para a sociedade, no momento de sua constituição.

Nas palavras de LAMY FILHO:

O capital social é a cifra, fixada no estatuto social, do montante das contribuições prometidas pelos sócios para formação da companhia que a lei submete à regime cogente, cujo fim é proteger os credores sociais.

Os fundadores (na constituição da companhia) e os órgãos sociais (durante a vida da sociedade) estipulam no estatuto o valor do capital social, que somente pode ser modificado com observância das normas legais.¹⁷

Ainda segundo a aceção clássica do capital social, temos o ensinamento de CARVALHO DE MENDONÇA:

O capital social é o fundo originário e essencial da sociedade, fixado pela vontade dos sócios; é o montante constituído para base das operações. Os sócios podem, modificando ou alterando a cláusula contratual que o determina, aumentá-lo ou diminuí-lo livremente, desde que ao ofendam direitos de terceiros; podem reforça-lo com a instituição de um fundo de reserva, formado mediante certa percentagem deduzida dos lucros líquidos em cada exercício.¹⁸

Tal definição parece tratar com precisão a dimensão formalista do capital social, fixado pelos sócios na constituição da sociedade e representante das contribuições por eles aportadas. Essa visão é ampliada por autores como DOMINGUES, que definem uma segunda faceta do capital social:

¹⁶ DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre o Capital Social*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 36.

¹⁷ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 193.

¹⁸ CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro, Volume III*. Rio de Janeiro, 1958, p. 29.

É, na verdade, incontornável que o capital social é, e pode considerar-se, a cifra formal que consta do pacto, como afirma a concepção nominalista. Esta é, porém, apenas uma das faces da medalha (que pode designar pro capital social nominal ou formal). Há contudo, outra face a que importa atender.

[...]

Assim vistas as coisas, o capital social é, não apenas a cifra que consta do lado direito do balanço, mas igualmente aqueles bens da sociedade, qualitativamente não determinados, mas contabilisticamente destinados a cobrir a referida cifra e que constituem a tal outra face da medalha (que pode apelar-se de capital social real).¹⁹

Há, portanto, no capital social, duas facetas complementares. A primeira referente ao capital social nominal ou formal, designada no momento de constituição da sociedade – como o valor fixado no ato constitutivo da sociedade – e a segunda como o valor real do capital, atrelada aos bens que o capital representa e mutável em sua essência.

Para além dessas duas noções, trazemos os ensinamentos de ASCARELLI:

O capital é, porém, um “índice” do patrimônio líquido social.

Interessa aos credores atuais da sociedade pois que indica-lhes ter, a sociedade, um ativo superior ao seu passivo, podendo, por isso, satisfazer as suas dívidas mesmo que o valor do ativo venha a diminuir; interessa aos que venham a ser credores da sociedade indicando-lhes a solvabilidade desta; interessa aos adquirentes de ações, porque constitui um índice do patrimônio líquido social ao qual passam a participar adquirindo ações.²⁰

Das definições acima expostas, podemos extrair ao menos três acepções para o capital social: (i) como cifra formal e abstrata; (ii) como cifra contabilística; e (iii) como capital real.

Como *cifra formal e abstrata*, o capital social é o valor fixado nos atos constitutivos da sociedade, representando o valor declarado pelos sócios e que estes, depois de subscreverem as suas participações, deverão integralizar na sociedade a fim de constituir o seu patrimônio social inicial. Aqui o capital é interpretado como uma cifra nominal e imutável, descolada da realidade da empresa. Esse valor é resultado da soma dos valores nominais das participações societárias de cada um dos sócios. Do ponto de vista destes, representa a contribuição que cada um dos sócios aportou na sociedade.

A segunda acepção do capital social interpreta-o como *cifra contabilística*. I.e., o capital social representa uma parte do valor líquido da sociedade, a diferença entre o ativo

¹⁹ DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre o Capital Social*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 54

²⁰ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008, p. 468.

social e o seu passivo (o valor devido a terceiros). No momento de constituição do capital, o patrimônio líquido corresponde exclusivamente ao valor constante na conta de capital social (excetuados os casos onde haja emissão de ações com prêmio ou ágio, nos quais parte do valor contribuído será destinado à conta de ágio..

A alocação contábil do capital social se dá portanto do lado direito do balanço, tendo em vista que representa as obrigações da sociedade para com os sócios. A medida que a sociedade se desenvolve, outros valores podem surgir na conta do patrimônio líquido, à título de lucros, reservas, ou prejuízos. A conta de capital social, porém, permanecerá fixa no balanço da empresa e sem a possibilidade de distribuição para os sócios.

Em complemento às acepções anteriores, parte da doutrina interpreta o capital como elemento não estático, sujeito a variações no decorrer da vida social – o chamado de *capital real ou variável*. Na lição de VIVANTE, “ao contrário patrimônio ou capital efetivo, essencialmente mutável, está o capital nominal da sociedade, fixado permanentemente por uma cifra contratual, que exerce uma função contábil e jurídica, uma existência de direito e não de fato”.²¹

Isso porque o capital social – independente de ser fixado no estatuto social pelos sócios (cifra formal) ou corresponder a uma conta no balanço da sociedade (cifra contábil) – está sujeito a variações de acordo com o modo com o qual os sócios ou administradores se utilizam dos bens da sociedade. A única limitação legal para utilização desses bens diz respeito ao objeto social, já que os sócios não podem se utilizar dos bens sociais para o desenvolvimento de atividades alheias ao objeto social.

Portanto, no exercício da atividade empresarial, os sócios sujeitam os bens sociais ao risco do negócio, podendo tal patrimônio variar negativamente em função da acumulação de prejuízos no exercício social. Desse modo, o capital social real (i.e., o conjunto de bens da sociedade que estão vinculados àquele capital) poderá se decompor ao longo dos exercícios sociais, em decorrência da diminuição do patrimônio líquido da sociedade.

Levado ao extremo, a realização recorrente de prejuízos poderá levar a empresa a se tornar insolvente, de modo que os bens e direitos que a sociedade possui em seu balanço não serão suficientes para honrar duas dívidas. Nessa situação, é possível observar que o capital

²¹ VIVANTE, Cesare. *Trattato de Diritto Commerciale*, Vol. 2. Milano, Francesco Vallardi, 1928, p. 192.

social estará reduzido a zero, mesmo que conste um valor figurativo no estatuto social da sociedade^{22 23}.

Esta terceira acepção promove uma maior ligação entre o capital formal e o capital de fato da sociedade. Mesmo assim, ela possui limitações inerentes ao conceito de capital social – de modo que o capital social não poderá ser igualado ao patrimônio líquido da empresa.

É o caso de uma companhia que realiza lucros no exercício e destina parte da variação positiva do patrimônio líquido à companhia (deliberando transferência de parte do lucro líquido para as contas de reservas) e parte para os sócios (através da distribuição de dividendos). Em nenhum dos dois casos, haverá aumento do capital social – salvo se, posteriormente, o montante for capitalizado via incorporação de lucros e reservas (art. 169, Lei das S.A.). O capital social real, pois, ainda guarda distância do capital efetivo.

Desse modo, percebe-se que, independente da acepção adotada, o capital social continua a figurar como um elemento ilustrativo, não atinente à realidade da empresa. É, pois, um *nomen iuris* que, mesmo sem representar a realidade da empresa, merece um destaque e regramento jurídico próprio. Os próximos parágrafos cuidarão de expor às regras atinentes ao do capital social no direito brasileiro.

1.2. O regime jurídico do capital social segundo a legislação societária brasileira

Conforme colocado nas considerações iniciais deste trabalho, serão estudadas, majoritariamente, as regras aplicáveis às sociedades por ações, não obstante a possível utilização dos argumentos expostos também para as sociedades limitadas.

Sobre as regras que tratam do capital social, discorre ASCARELLI:

Em torno do conceito da tutela do capital social podem-se reagrupar duas séries de normas: a primeira regulando a constituição da sociedade, tem em vista fazer com que o valor efetivo do patrimônio inicial da sociedade não seja inferior ao capital; a segunda tem em vista tutelar a integridade do

²² Este raciocínio será desenvolvido na segunda parte do trabalho, em especial no item 2.2.3 que expõe a crítica ao capital social como garantidor dos bens sociais aos credores.

²³ Interessante perceber que a legislação societária brasileira, apesar de adotar primordialmente a visão formalista do capital social, reconheceu em alguns aspectos a noção de capital social real. É o caso, por exemplo, do art. 173 da Lei das S.A., que permite a redução do capital social até o limite dos prejuízos acumulados ou caso se julgue-o excessivo.

capital social durante a vida da sociedade, levando em conta a gestão da empresa.²⁴

A Lei das S.A. segue esta sistemática exposta pelo autor. Primeiramente, a Lei das S.A. determina que o capital social terá seu valor fixado no estatuto social (art. 5º); somente podendo se modificado de acordo com a lei o estatuto social (art. 6º); sendo formado por contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro (art. 7º).

Três princípios do capital social são extraídos dos dispositivos supracitados: da fixidez, da irrevogabilidade, e da realidade. O *princípio da fixidez* se refere ao fato que o capital social deve permanecer, em regra, inalterado, estando suas variações sujeitas a uma série de procedimentos legais e burocráticos, como ocorre nos casos de aumento e redução do capital. Já o *princípio da irrevogabilidade* demonstra que os sócios não poderão, em regra, retirar da sociedade o investimento que nela aportaram, salvo no caso de liquidação da sociedade que deverá observar a ordem de liquidação onde os credores deverão ser pagos a frente dos acionistas (nos termos dos arts. 208 a 218 da Lei das S.A.).

Já o *princípio da realidade* visa atribuir valores efetivos ao patrimônio social, de modo que os bens registrados no balanço patrimonial não sejam inferiores aos valores subscritos e integralizados por cada um dos sócios. Nesse sentido, destacam-se os seguintes artigos da Lei das S.A.: art. 8º (sobre o método para avaliação de bens a serem capitalizados na sociedade), art. 10 (que fixa a responsabilidade do subscritor pela realidade dos bens integralizados) e art. 106 (que determina a responsabilidade do sócio remisso pela integralização do valor subscrito).

Todas essas normas, em conjunto, procuram atender a finalidade que o capital social esteja de fato representado por valores monetários efetivos que permitam o desenvolvimento das atividades da empresa. A legislação societária não fixa, porém, nenhuma regra de capital mínimo para as companhias, de modo que a efetividade deste valor pode ser diminuída no caso de fixação de um capital social menor frente às obrigações da companhia.

Já quanto a segunda série de regras – visando tutelar a integridade do capital social no decorrer da vida da companhia – podemos dividi-las em dois grupos: (i) regras que regulam a variação positiva e negativa do capital social, nos casos de aumento (art. 166 e seguintes) e

²⁴ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008, p. 473.

redução do capital (arts. 173 e 174); (ii) regras limitadoras das distribuições de bens patrimoniais aos sócios.

As regras sobre variação do capital social, conquanto importantes para o entendimento do instituto do capital social como um todo, não serão objeto de estudo aprofundado neste trabalho. Com efeito, essas normas procedimentais, apesar de garantirem a fixidez do capital social, possuem menos relevância ao interpretar o capital social como simples *limitador da distribuição de bens patrimoniais aos sócios*, sem a função de garantir a integralidade dos bens sociais.

Em relação às regras limitadoras da distribuição de bens, temos os seguintes dispositivos da legislação societária nesse sentido: art. 30 (vedando a negociação pela companhia de ações de sua emissão); art. 44 (limitando as operações de amortização e resgate aos saldos de lucros e reservas); art. 174 (sujeitando a redução de capital à não oposição dos credores quirografários); e art. 201 (veda a distribuição de dividendos pela sociedade além da conta de capital social).

A regra do art. 201 tem uma importância fundamental no impedimento de distribuição dos bens sociais os sócios, sendo a principal forma²⁵ de proteção aos interesses dos credores sociais e será estudada em detalhe na segunda parte do trabalho.

O presente dispositivo tutela o *princípio da intangibilidade* do capital social, segundo o qual os valores investidos pelos sócios na sociedade devem permanecer no patrimônio da sociedade para consecução de duas atividades. O capital torna-se, portanto, intangível do ponto de vista dos sócios, já que estes somente poderão reaver aquela quantia (salvo hipóteses de redução do capital ou resgate de ações pela sociedade) no caso de liquidação da sociedade, que deverá respeitar a ordem de preferência dos credores.

Todas essas regras de distribuição serão tratadas com mais detalhes na segunda parte do trabalho, na qual será discutida a efetividade de tais regras como mecanismo para proteção dos interesses dos credores (em especial a regra do art. 201) e os modelos normativos alternativos que almejam atingir os mesmos objetivos.

²⁵ No tocante a regra do art. 201, oportuno notar que esta foi a solução legal adotada por vários ordenamentos jurídicos estrangeiros para garantir os interesses dos credores frente aos potenciais conflitos de interesse dos acionistas, conforme abordaremos no estudo de direito comparado da seção 2.1.

1.3. As funções do capital social

São três as funções atribuídas pela doutrina ao capital social: a de produção, de organização, e de proteção dos credores.

Apesar desta última função (*proteção de credores*) ser a mais conhecida no âmbito societário, principalmente em função da valorização demasiada que tomou durante os séculos XIX e XX, as funções de organização e produção ser mostram igualmente relevantes para os autores que tratam do tema, por tratarem das relações internas entre os sócios e da criação de valor dentro da sociedade.

1.3.1. A função de produção

A função de produção se mostrou de extrema importância para fins de concretização dos objetivos sociais fixados na constituição da sociedade. Segundo a lição de DOMINGUES, esta função foi a primeira a ser desenvolvida pelo capital social, no âmbito das Companhias das Índias no séc. XVII:

A questão do capital social era, pois, uma questão puramente interna da sociedade, que respeitava apenas aos sócios e “que não interessava ao público”. Dito de outra forma, a tutela dos interesses de terceiros – dir-se-ia hoje, a função de garantia de credores – estava, então, arredada do regime do capital social destas Companhias.²⁶

Desse modo, tal função foi de fundamental importância durante a constituição das primeiras companhias, possibilitando a contribuição dos sócios através de recursos que comporiam o patrimônio social e possibilitariam o desenvolvimento do empreendimento comercial. Precedeu a função de proteção de credores, cujo crescimento remete à necessidade de privilegiar os interesses dos sócios em razão da limitação da responsabilidade instituída pelas legislações setecentistas.

Nesse sentido, expõe PENTEADO:

Na opinião de muitos autores, sobretudo os economistas, a significação primordial do capital social no âmbito da disciplina das companhias reside em sua vocação de, desde que devidamente estruturado, propiciar a geração de lucros segundo as metas e objetivos preestabelecidos; a sua serventia em termos de garantia para os credores, que os juristas põem em relevo ao analisá-lo, nada mais seria, segundo esta concepção, do que uma consequência da função de produtividade do capital.²⁷

²⁶ DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre o Capital Social*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 63.

²⁷ PENTEADO, Mauto Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 61.

Como se vê, a contribuição dos sócios para o capital social se mostrou de suma importância para o desenvolvimento comercial das sociedades, desde o desenvolvimento das Companhias de navegação do século XVII (que demandavam investimentos em larga escala) até o desenvolvimento das sociedades atuais que também demandam a contribuição de capital próprio por parte dos acionistas.

No âmbito das finanças empresariais, a contribuição dos sócios é um elemento importante na determinação da estrutura de capital ótimo da empresa. O financiamento pelo capital próprio dos sócios (denominado na literatura estrangeira de *equity*), contrapõe-se ao financiamento via capital de terceiros, exigíveis a longo prazo (dívida). A depender do tipo de negócio da empresa e da possibilidade de captação de recursos através de dívida, a estrutura financeira irá ser composta por mais *equity* ou mais dívida²⁸.

Como se percebe pelo exposto acima, a noção de capital social, do ponto de vista financeiro, não é essencial para determinar a contribuição dos sócios à sociedade. Conforme será demonstrado na segunda parte do trabalho, a contribuição dos sócios está relacionada à análise do custo de capital empresa e a sua estrutura ótima de financiamento, exercendo o capital social um papel figurativo nesse aspecto.

1.3.2. A função de organização

A função de organização trata o capital social como mecanismo de determinação da participação de cada um dos sócios na sociedade. A medida que se identifica os sócios da sociedade como detentores de uma parcela do capital social, as relações entre os sócios tem por referência este capital e, desta forma, a governança dentro da sociedade pode ser determinada pelo percentual que cada sócio detém no montante total do capital.

Tal função permite uma estruturação dos direitos políticos e econômicos dos sócios dentro da sociedade.

Em relação aos direitos políticos, o capital social delimita: (i) em sentido amplo, o direito ao voto por parte dos acionistas detentores de ações votantes (art. 110: cada ação

²⁸ Cabe notar que, a despeito de algumas sociedades com características próprias possuem um grau de limitação à alavancagem, como é o caso das instituições bancárias e securitárias, em geral não há limitação a quantidade de débito que uma empresa pode adquirir, de modo que o mercado irá determinar até que ponto a empresa poderá se financiar por capital de terceiros.

corresponde a um voto nas deliberações assembleares); (ii) em sentido restrito, o direito dos acionistas minoritários para eleger em separado administradores na sociedade (art. 141, §4º: eleição em separado de conselheiro de administração); (iii) determinar os quoruns de instalação da assembleia (art. 125: quorum de instalação, em primeira convocação, de um quarto do capital social); (iv) direito de fiscalização dos livros sociais (art. 105: direito de exibição dos livros sócias para acionistas detentores de mais de 5% em caso de graves suspeitas sobre as atividades sociais).

Quanto aos direitos patrimoniais, temos as seguintes utilizações exemplificativas do capital social: (v) determinação da parcela de dividendos a serem recebidas por cada um dos sócios; (vi) direito dos sócios ao acervo social no caso de liquidação da companhia (art. 208 e seguintes); (vii) direito de preferência dos sócios em caso de aumento de capital por emissão de novas ações (art. 171); (viii) direito dos sócios de não terem a participação diluída pela emissão de ações abaixo do valor nominal (art. 13) ou abaixo do valor econômico da ação (art. 170).

Em relação aos itens (vii) e (viii), tratam-se de mecanismos que procuram evitar a diluição da participação do sócio pela perda de participação na sociedade ou pela perda do valor de suas ações. Em relação ao valor nominal, porém, a sua efetividade como mecanismo de proteção aos sócios se mostra limitada, sendo esta inclusive a razão pela qual se instituiu o regime de ações com e sem valor nominal pela Lei das S.A.²⁹.

Como se nota pelos parágrafos acima, a legislação societária brasileira coloca o capital social como figura central para organização dos direitos dos sócios dentro das companhias. A sua referência se faz presente mesmo em situações onde poder-se-ia referir-se a quantidade de ações dos acionistas sem menção ao capital social³⁰.

1.3.3. A função de garantia dos credores

Depois de apresentadas as duas primeiras funções do capital social, cabe tratarmos da função de garantia dos credores, comumente referida como a razão de ser do instituto.

²⁹ Conforme será visto nas seções posteriores, o instituto do valor nominal das ações foi sendo flexibilizado pelas legislações estrangeiras a ponto de tornar-se facultativo para as companhias. Este exemplo contribui para esta exposição pois trata-se de um caso onde o entendimento estrangeiro sobre a matéria (notadamente dos Estados Unidos) foi incorporado à legislação societária brasileira para melhor atender a realidade econômica das empresas.

³⁰ Voltaremos a essa questão na seção 2.2.1 que contesta a efetividade da função de organização do capital.

Atualmente, este é o principal elemento utilizado pelos doutrinadores que defendem a manutenção da figura do capital social. Na visão desses autores, o capital social, juntamente com os princípios a ele inerentes, seria a principal forma de garantir a satisfação dos interesses dos credores diante da possibilidade de apropriação dos bens sociais pelos sócios.

Como vimos, a regra de limitação da responsabilidade trouxe a idéia de que a discricionariedade dos sócios para determinar a destinação do patrimônio social deve sofrer limites, mitigando os incentivos perversos que os sócios teriam para distribuir os bens sociais à custa dos credores.

Portanto, a efetividade da proteção dos credores depende então do capital social, que possibilitaria a retenção dos bens sociais no patrimônio da sociedade. O capital social, conforme explicação clássica de VIVANTE, funciona como um recipiente destinado a medir o trigo, que ora supera a medida e ora não chega a enchê-lo. O trigo, nessa analogia, representa o patrimônio mutável da sociedade, em contraposição ao recipiente estático que é o capital. O copo deveria estar sempre cheio, sendo permitida a distribuição aos sócios somente do montante que entornasse a medida.

A ideia foi traduzida na doutrina societária pelo termo “cifra de retenção”, aqui explicado segundo as palavras de PENTEADO:

O capital funciona, perante o patrimônio da sociedade, como “cifra de retenção”, prendendo ao ativo bens suficientes para equilibrá-la; os credores, com esse mecanismo, contam com um índice de garantia patrimonial que mede a variação do patrimônio social em relação ao importe de bens que os acionistas vincularam aos negócios que constituem o objeto social.

O capital social é, assim, uma cifra, uma medida, uma referência fixa, ou de pouca mutabilidade, que visa garantir aos credores que determinada quantidade de bens, atrelada fundamentalmente aos aportes feitos pelos sócios, permanecerá vinculada ao negócio.³¹

A cifra do capital figuraria, pois, como um “colchão” para os credores – uma garantia de que tal valor restaria protegido de eventuais distribuições deliberadas pelos sócios ou administradores da sociedade.

Sem o instituto do capital social, os credores sociais restariam desprotegidos pelo ordenamento jurídico, de modo que os sócios gozariam de uma situação de vantagem

³¹ PENTEADO, Mauto Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 37.

injustificada. Somente o capital, com todos os princípios a ele inerentes, possibilitaria o equilíbrio entre os direitos dos sócios, da sociedade e de seus *stakeholders*.

A efetividade do capital social como mecanismo de proteção dos interesses dos credores será analisada na segunda parte do trabalho. Em linhas gerais, serão enfrentadas questões como se o capital protege de forma efetiva os bens sociais atrelados aos credores; se o capital social pode ser fixado em valor irrisório de modo a não atender as funções para o qual foi projetado. Afinal, de que adianta o recipiente se é muito pequeno para guardar a quantidade de trigo produzida; ou de que adianta o recipiente se simplesmente não há trigo para guardar?

PARTE II – ANÁLISE DO CAPITAL SOCIAL À LUZ DO DIREITO COMPARADO E DAS NOVAS TEORIAS DO DIREITO SOCIETÁRIO

2.1. Evolução do tratamento dado ao capital social no direito comparado

O tratamento legal dado ao capital social nos Estados Unidos e na Europa tomou rumos distintos nas últimas décadas. Se a princípio ambos os ordenamentos consideravam o capital social como elemento essencial para o desenvolvimento das atividades empresariais, a partir da segunda metade do século XX a matéria tomou rumos diversos nos dois sistemas.

Ao longo das décadas, o regime do capital social nos Estados Unidos foi sendo progressivamente flexibilizado – até o ponto em que a noção de *legal capital* foi completamente abolida por diversas legislações societárias estaduais. Já no contexto europeu, no âmbito da legislação comunitária dos Estados-membros da União Europeia, seguiu no sentido de fortalecimento do instituto.

Estudaremos a seguir os dois sistemas do capital social – para, em seguida, fazermos um contraponto entre tratamento dado ao capital no direito comparado e aquele dado pela legislação brasileira.

Antes disso, cabe uma consideração a respeito da experiência norte-americana. Apesar de alguns críticos considerarem a experiência americana como jovial se comparada ao direito europeu, é interessante observar que – no âmbito do direito empresarial – tal afirmação não se mostra verdadeira.

A experiência norte-americana após a Revolução Industrial, com o crescente desenvolvimento das relações comerciais no país, possibilitou que o direito societário se desenvolvesse de uma maneira extremamente orgânica e em consonância com a realidade empresarial que o país estava passando.

Utilizamos-nos das palavras de ASCARELLI sobre esta questão:

É neste âmbito que os sistemas de *common law* são mais desenvolvidos do que a de sistemas continentais; é neste âmbito que, se quisesse, América do Norte teria a ensinar para a Europa e não por ser mais jovem, mas porque, se cabe o trocadilho, é mais velha, por ser mais desenvolvida tecnicamente na produção em massa e, conseqüentemente, relativamente mais rica no desenvolvimento jurídico de problemas e mais viva a sua consciência jurídica que na Europa, a qual - em relação às várias condições técnicas e econômicas - ainda é muitas vezes inspirada por um sistema industrial com menor desenvolvimento da produção em massa.

A influência inegável que, justamente e especialmente na prática, exerce o exemplo norte-americano em países da América Latina e também nos europeus, no tema das sociedades anônimas (e não apenas em conexão com investimentos na América do Norte), é fruto da experiência mais rica da América do Norte nestes problemas. (em tradução livre)³²

2.1.1. A experiência norte-americana

2.1.1.1. O tratamento jurisprudencial do capital social

O direito norte americano, como integrante do sistema que *common law* que é, estabeleceu as primeiras diretrizes sobre o capital social pela via jurisprudencial.

O primeiro caso a tratar sobre a matéria foi *Wood v. Dummer*, datado de 1824, tratando da falência de um banco comercial. Os administradores da referida sociedade, constituída sob a forma de companhia, deliberaram pela distribuição da maior parte dos ativos da sociedade para os acionistas, de modo que os credores tiveram seus direitos violados.

A decisão judicial no caso tutelou o interesse dos credores, ao estabelecer que os bens aportados pelos sócios na sociedade não poderiam ser retirados destas antes de satisfeitas todas às obrigações para com terceiro. O patrimônio social funcionaria assim como um fundo social cujo objetivo primordial seria atender aos interesses dos credores. Tal posição deu início a *trust fund theory*; conforme HAMILTON:

*The so-called “trust-fund” doctrine [states] that the capital stock of a corporation is a trust fund for the payment of its debts; its contention being that such a “bonus” issue of stock creates, in case of the subsequent insolvency of the corporation, a liability on part of the stockholder in favor of creditors to pay for it, notwithstanding his contract with the corporation to the contrary.*³³

Tem-se portanto, um limite na utilização do capital social pelos sócios. A ordem de distribuição dos ativos da sociedade, no caso de liquidação, seria primeiramente para os credores que, após plenamente adimplidos em suas obrigações, liberariam a distribuição de capital para os sócios. O capital social figuraria, assim, como limite à distribuição de bens

³² ASCARELLI, Túllio. *Interpretazione del Diritto e Studio Del Diritto Comparato*. Rivista, 1954, p. 177.

³³ HAMILTON, Robert W.; MACEY, Johathan R.; MOLL, Douglas K. *Cases and Materials on Corporations including Partnerships and Limited Liability Companies*. American Casebook Series, Thompson Reuters, 2010, p. 279.

pelos sócios – limite este que popularmente conhecido na doutrina norte-americana como *measuring rod*.

É possível notar que a noção de capital social como *measuring rod* e *trust fund* é semelhante ao princípio da intangibilidade do capital próprio nascido no sistema continental europeu e do qual somos filiados.

A fim de garantir o fortalecimento do conceito de *stock capital*, a jurisprudência norte-americana evoluiu seu entendimento para tutelar a efetividade do capital social. Desse modo, considerou-se que os sócios estariam obrigados a aportar valores efetivos, em termos monetários, que correspondessem ao valor nominal das ações (que, até a segunda metade do século XX era um valor mandatório para todas as ações das companhias norte-americanas).

Seguindo este princípio do capital, a sociedade e seus sócios poderiam julgar o acionista responsável pelo valor integralizado a menor na sociedade, em prejuízo dos demais acionistas e credores; ou, em outras palavras: “*the shareholder is liable to the extent of the difference between the par value and the amount actually paid, and to such an extent only as may be necessary for the satisfaction of the creditor’s claim*”.³⁴

Os sócios respondem, portanto, pela diferença entre o valor efetivamente pago à sociedade e o valor declarado na subscrição da participação na sociedade – no caso o valor nominal das ações. Essa obrigação visava mitigar o problema das chamadas *watered stock*, que correspondiam àquelas ações que eram integralizadas com bens em valores inferiores ao valor nominal, restando, portanto, “aguadas” e sem valor real.

Essa obrigação imposta aos sócios visa garantir que o valor declarado no momento da subscrição corresponda ao valor efetivo dos bens que compõe o patrimônio social.

Mais uma vez, é possível perceber que a similaridade entre o conceito proposto pela jurisprudência norte-americana e o princípio da realidade do capital social tutelado nas legislações europeias e brasileira – o que confirma o entendimento que ambos ordenamentos estavam em sintonia, até a metade do séc. XX, quanto ao tratamento do capital social.

³⁴ HAMILTON, Robert W., *op. cit.*, p. 285.

2.1.1.2. A evolução das legislações societárias sobre o capital social

Os princípios fixados pela jurisprudência americana foram incorporados às legislações societárias dos estados norte-americanos³⁵. Apesar do movimento de criação de legislações societárias estaduais datar da primeira metade do século XIX³⁶, as legislações societárias passaram a regular de forma ampla somente no final daquele século.

Nesse sentido, a edição da legislação societária do Estado de Nova Jersey em 1896, seguido legislação de Delaware e em 1899, iniciaram o movimento de competição pelos estados para incorporação de empresas em seus territórios. Tal movimento possibilitou a flexibilização das regras de direito societário para melhor atender aos interesses das empresas – que veio a ser denominada por alguns autores como “*race to the bottom*”, em razão das legislações tornarem-se mais permissivas e liberais.

No âmbito do capital social, porém, a matéria encontra relativa unidade dentro da legislação dos diferentes estados. Um importante fator que contribui para esse fato foi a elaboração do *Model Business Corporation Act* (“MBCA”), que é um modelo de texto legislativo emitido pela *American Bar Association*, pela primeira vez, em 1950. Tal modelo é adotado, total ou parcialmente, pela maioria das legislações societárias estaduais e será utilizado como base para este trabalho.

Nesse sentido, o modelo adotou, a exemplo das legislações anteriores, o regime de capital social (*capital stock*) somado a existência de ações com valor nominal (*par value*).

No início da prática empresarial americana, grande parte das companhias adotava o regime de *high par stock*, no qual as ações possuíam elevado valor nominal de forma a representar o real valor aportado pelos sócios na constituição da sociedade. Com o tempo, porém, as empresas perceberam que o valor nominal elevado das ações trazia imensos

³⁵ Conforme o ordenamento norte-americano, a competência para legislar sobre direito societário é primariamente dos estados; enquanto as matérias relacionadas ao mercado financeiro e de valores mobiliários são de competência federal. Alguns dispositivos societários específicos da legislação societária, contudo, são tratados por legislações federais específicas, como é o caso da remuneração de administradores de companhias tratada pelo Sarbanes-Oxley Act de 2002, e que se sobrepôs as legislações societárias estaduais sobre o tema.

³⁶ Sobre a evolução das legislações societárias americanas, tem-se: “*Originally, states legislatures approved each individual corporate charter. The first general incorporation statutes permitting business to incorporate by action of an administrative agency without specific legislative approval were adopted in Pennsylvania in 1836 and Connecticut in 1840. This innovation quickly became popular so that [...] by 1890, all states had adopted general incorporation statutes*”. HAMILTON, Robert W., *op. cit.*, p. 137.

entraves à prática empresarial, como por exemplo, no caso de emissão de novas ações onde o valor de mercado destas é menor que o valor nominal.

Em vista a eliminar os custos do regime descrito, a prática empresarial evoluiu no sentido de fixar um valor nominal baixo para as ações, no momento de constituição da sociedade, o que ficou conhecido como *low par stock* ou *low par share*. Desse modo, as ações subscritas eram fixadas com um valor nominal abaixo do valor efetivamente investido, de modo que o capital social nominal da companhia seria diferente do capital social real (i.e., o montante efetivamente destinado ao balanço da empresa. Desta dicotomia entre o capital fixado no estatuto e aquele de fato contribuído pelos sócios, surge o termo *legal capital* (i.e., o capital fixado no estatuto social apenas para fins legais). Aqui, o capital social é determinado pela soma dos valores nominais de cada uma das ações.

Diante da clara inefetividade do conceito de valor nominal para prática societária, parte das legislações societárias estaduais alteraram seus sistemas para tutelar o regime de *no par shares* – ou ações sem valor nominal – de maneira mandatória ou opcional. É o que se extrai da passagem:

*In over twenty states, the articles of incorporation must state the “par value” of the shares of each class (or state that the shares are issued “with no par value” or “without par value”). The remaining states, like the MBCA, either have eliminated entirely or made optional the concept of par value. The current trend is toward the elimination of this concept as an historical anomaly. Par value provisions involve archaic and confusing common law concepts of legal capital and watered stock.*³⁷

Diante da extinção do valor nominal das ações, surge a necessidade de determinação do valor do capital social por outros parâmetros. A solução legislativa adotada pelos ordenamentos que excluíram o valor nominal foi exigir que conselho de administração fixasse o valor da contribuição dos sócios destinada à conta do *stated capital*. Além disso, alguns estados permitiram a fixação de prêmio no preço de emissão das ações, de modo que o conselho poderá destinar parte da contribuição à conta de *capital surplus*^{38 39}.

³⁷ HAMILTON, Robert W., *op. cit.*, p. 278.

³⁸ Cf. “Not all states give the directors total freedom to allocate the proceeds from no par shares to capital surplus. Some states do not permit such allocation at all, while others permit only partial allocation”. HAMILTON, Robert W., *op. cit.*, p. 290.

³⁹ As contas de *stated capital* e *capital surplus* são análogas às contas de capital social e reserva de capital, reguladas pela Lei das S.A. no art. 178 e seguintes.

Contudo, tal sistemática passou por ampla revisão nos Estados Unidos na década de 80.

Em 1984, a *American Bar Association*, em conformidade com o desenvolvimento da doutrina e legislação norte-americana sobre o tema, acabou por consagrar o conceito de *no par value* e de eliminar totalmente o conceito de capital social da legislação societária modelo⁴⁰.

O *Revised Model Business Corporation Act* (“RMBCA”), instituído na mesma data, aboliu a noção de capital social, de modo que os atos constitutivos da empresa deveriam fazer referência ao número de ações por ela emitidas, à classe dessas ações, e o número máximo de ações que a companhia está autorizada a emitir. É o que se extrai do §6.01 deste regramento:

§ 6.01. *AUTHORIZED SHARES*

(a) The articles of incorporation must set forth any classes of shares and series of shares within a class, and the number of shares of each class and series, that the corporation is authorized to issue. If more than one class or series of shares is authorized, the articles of incorporation must prescribe a distinguishing designation for each class or series and must describe, prior to the issuance of shares of a class or series, the terms, including the preferences, rights, and limitations, of that class or series.

Com isso, a organização dos direitos políticos e patrimoniais dos sócios passou a depender do número de ações que cada sócio detém em relação ao número total de ações emitidas pela companhia. Como se vê, é possível obter a proporção de participação detida por cada um dos acionistas em relação aos demais acionistas, mesmo sem a noção de capital social.

Importante perceber que, mesmo nos estados em que o capital social veio a ser suprimido, foram mantidas regras limitadoras de distribuição dos bens sociais aos sócios. Os direitos dos credores foram tutelados, portanto, através de mecanismos alternativos, quais sejam, a realização de testes pelos acionistas para determinar a possibilidade de distribuição de bens aos sócios. Esses testes são denominados (i) teste de solvência (*equity insolvency test*); e (ii) teste de balanço (*balance sheet test*), e serão estudados com maior profundidade na seção 2.2.3.

⁴⁰ Os argumentos doutrinários que levaram à supressão do conceito de capital social nos Estados Unidos serão estudados nas próximas seções.

2.1.2. A experiência europeia

2.1.2.1. Desenvolvimento da legislação comunitária europeia sobre o capital social

Até a década de 70, os países europeus possuíam legislações societárias próprias⁴¹, sem necessidade de harmonização entre elas. A maior parte dos países europeus seguiam a doutrina do capital social clássica, conforme apresentada na primeira parte do curso. Essa situação não se verificou no regime legal inglês, cuja noção de capital social é mais flexível e se assemelha à doutrina de *common law* americana. A Inglaterra, porém, não aboliu o conceito de capital social do seu ordenamento como fez os Estados Unidos.

A primeira legislação comunitária sobre matéria de sociedades comerciais surgiu em 1968, com a Primeira Diretiva da União Europeia sobre Sociedades, fixando regras mandatórias que deveriam se obedecidas por todas as legislações societárias nacionais. Foi, contudo, com o advento da Segunda Diretiva da União Europeia sobre Sociedades (“Segunda Diretiva”), conhecida como Diretiva do Capital, em 1976, que a matéria do capital social foi exaustivamente tratada no âmbito comunitário.

Diversas foram as críticas feitas contra a Segunda Diretiva, principalmente fundadas na literatura norte-americana de que as regras de capital social seriam inefetivas na busca pela proteção dos credores (vide argumentos expostos na seção 2.2.2). Segundo essa corrente doutrinária, as regras da Segunda Diretiva causariam um “engessamento” das sociedades anônimas, principalmente as abertas, que estariam sujeitas a custos maiores sem serem beneficiados por tais regras.

As críticas ao regime aplicável a Segunda Diretiva levaram a Comissão Europeia, instituição responsável pela elaboração de projetos de legislação dentro do bloco, no final da década de 90 e início dos anos 2000, a encomendarem a elaboração de estudos com o objetivo de fornecer recomendações para modernização do direito societário europeu.

O mais conhecido desses estudos é o chamado Relatório Winter⁴², elaborado por renomado grupo de juristas em 2002. O estudo previu três abordagens distintas que poderiam

⁴¹ A legislação própria de cada dos Estados europeus não será objeto deste trabalho, que se concentrará na legislação comunitária sobre o tema.

⁴² O relatório, apelidado em referência ao presidente do grupo de estudos Jaap Winter, é intitulado *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of*

ser adotadas em relação ao regime do capital social: (i) abordagem baseada nas proposições do grupo SLIM⁴³, no sentido de flexibilização das regras do capital social em temas como ações sem valor nominal, negociação das próprias ações pela companhia, hipóteses de resgate de ações, etc.; (ii) abordagem baseada na experiência americana, eliminando completamente o conceito de capital social e adotando o sistema legal tal como concebido pelo RMBCA, com a eliminação do valor nominal das ações, distribuição de dividendos com base nos testes de solvência e balanço, competência do conselho de administração para distribuir lucros; liberdade de aquisição das próprias ações pela companhia, etc; e (iii) um regime intermediário, visando a eliminação do conceito de capital social mas mantendo algumas características essenciais do sistema europeu, principalmente no tocante aos direitos dos sócios. Sobre este terceiro enfoque:

*However, this approach does not copy the US capital regime but rebuilds the regime from a European point of view, making use of some ideas coming from the US experience and from other legal systems. In this third approach, the elimination of legal capital is contemplated, along with the introduction of no-par value shares. However, the power to issue capital could in principle remain in the general meeting of shareholders, and pre-emptive rights could also be kept as a general rule. The protection of creditors could come by means of a solvency test applied to distributions and capital transactions between the company and its shareholders. If more security ex ante is deemed to be appropriate it could be provided that a company intending to pay a dividend needs to have assets exceeding its liabilities at least by ten per cent. As for shareholders' rights, shares could give rights to shareholders in proportion to their fractional interest in the company.*⁴⁴

A conclusão final do Relatório Winter, após rodada de audiência pública, foi no sentido de que, a curto prazo, a abordagem (i) seria a mais recomendável, promovendo modernizações nas regras do capital sem a sua eliminação; a longo prazo, contudo, deveriam ser feitos estudos aprofundados pela Comissão Europeia a fim de elaborar um modelo

Company Law Experts e foi divulgado em sua versão final em novembro de 2002, cf. disponível em <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf>. Há ainda um documento preliminar que foi elaborado pelo mesmo grupo a fim de colocar em consulta pública suas conclusões, cf. disponível em <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/consult_en.pdf>.

⁴³ Trata-se da iniciativa *Simpler Legislation for the Internal Market*, criada pela Comissão Europeia em 1996, para estudar mecanismos de simplificação da legislação comunitária. Em 1998, foi elaborado documento pelo grupo de estudos de direito societário, que propôs formas de flexibilizar a Segunda Diretiva, como, por exemplo, a tutela as ações sem valor nominal; flexibilização do regime de aquisição de ações da própria emissão pela companhia; flexibilização das situações de resgate de ações, entre outros; cf. disponível em <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/official/6037en.pdf>.

⁴⁴ COMISSÃO EUROPÉIA. *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, 2002, disponível em <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/consult_en.pdf>, p. 25.

alternativo que eliminasse o conceito de capital social e mantivesse os institutos próprios do direito europeu, consoante abordagem (iii)⁴⁵.

Tais estudos demonstram a possibilidade de mudanças nas regras comunitárias sobre o capital social, utilizando prioritariamente as regras do modelo norte-americano. Interessante notar a ressalva feita no Relatório Winter de que essas mudanças legislativas demandariam a consideração os institutos societários já existentes na Europa, de modo que as práticas norte-americanas fossem replicadas de acordo com o ambiente institucional europeu. Essa lição também deve ser levada em consideração no Brasil, conforme abordaremos na seção 2.2.3.

2.1.2.2. O regramento dado pela Segunda Diretiva ao capital social

A Segunda Diretiva tratou de regras atinentes ao capital mínimo; formas de subscrição e integralização do capital social; aumento e redução do capital social; limites à distribuição de dividendos aos sócios, dentre outras regras aplicáveis às sociedades anônimas constituídas no território da União Europeia.

Em geral, as regras presentes na Segunda Diretiva são similares as da Lei das S.A., destacando-se os dispositivos: limitação a emissão de ações abaixo do valor nominal, se existente (art. 8º); obrigação do acionista pela integralização das ações subscritas (art. 14º); competência da assembleia geral para deliberar sobre aumento (art. 29º) e redução de capital (art. 34º); estabelecimento do direito de preferência dos acionistas em caso de aumentos de capital por subscrição de novas ações (art. 33º).

A Diretiva fixa também regras de capital mínimo para constituição das sociedades. Estabelece o art. 6º que para constituição de sociedade “*os Estados-Membros devem exigir a subscrição de um capital mínimo que não pode ser fixado em montante inferior a 25.000 EUR*”, sendo que apenas 25 por cento deste valor precisa ser integralizado no ato de subscrição (art. 9º).

⁴⁵ Interessante notar que, mesmo se eliminado o conceito de capital social, o estudo sugere que tal modelo deveria ser optativo para os Estados-membros determinarem o tratamento dado ao instituto em suas legislações domésticas, cf. “*The Commission should, at a later stage, conduct a review into the feasibility of an alternative regime, based on the third approach. The alternative regime need not replace the capital formation and maintenance rules of the Directive [and] could be offered as an alternative option for Member States, who should be able to freely decide to change to the new regime and impose it on companies subject to their jurisdiction*”. COMISSÃO EUROPEIA. *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 2002, disponível em <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf>, p. 81.

Em relação à limitação de distribuição de dividendos pelas companhias, estabelece o art. 17º:

Artigo 17º

1. Excetuando casos de redução do capital subscrito, nenhuma distribuição pode ser feita aos acionistas sempre que, na data de encerramento do último exercício, o ativo líquido, tal como resulta das contas anuais, for inferior, ou passasse a sê-lo por força de uma tal distribuição, à soma do montante do capital subscrito e das reservas que a lei ou os estatutos não permitem distribuir.
2. Ao montante do capital subscrito indicado no n.º 1 deduz-se o capital subscrito ainda não exigido, quando este último não estiver contabilizado no ativo do balanço.
3. O montante da distribuição feita aos acionistas não pode exceder o montante dos resultados do último exercício encerrado, acrescido dos lucros transitados, bem como de fundos retirados de reservas disponíveis para este efeito, e deduzido das perdas transitadas, bem como dos valores levados a reserva, nos termos da lei ou dos estatutos.

O art. 17.1 contém a previsão já conhecida de não pode haver distribuição dos lucros em montante inferior ao capital social, análoga ao art. 201 da Lei das S.A., com algumas particularidades. Não são especificadas, no regramento europeu, as reservas legais que não serão passíveis de distribuição (como, por exemplo, a conta de reserva de capital). Ademais, o dispositivo europeu limita a distribuição aos lucros do último exercício encerrado, sendo possível a utilização de lucros retidos pela companhia somente se elas superarem as perdas do exercício em questão.

O art. 19º da Diretiva do Capital também merece destaque, estabelecendo a seguinte regra:

Artigo 19º

1. No caso de perda grave do capital subscrito, deve ser convocada uma assembleia geral no prazo fixado pelas legislações dos Estados-Membros, para examinar se a sociedade deve ser dissolvida ou se deve ser adotada qualquer outra medida.
2. Para os efeitos previstos no n.º 1, a legislação de um Estado-Membro não pode fixar em mais de metade do capital subscrito o montante da perda considerada grave.

Este dispositivo tem como fundamento trazer a conhecimento dos sócios situações onde o patrimônio da empresa é reduzido em montante substancial, de modo que estes possam tomar as medidas cabíveis na tentativa de recompor o patrimônio social ou, julgando que as

perdas comprometem o *going concern* da companhia, possam optar pela dissolução da sociedade.

Pelo exposto, tiramos que a legislação europeia se assemelha em grande medida ao direito brasileiro, trazendo regras que procuram tutelar os princípios da fixidez, da irrevogabilidade, da realidade e da intangibilidade já conhecidos.

A partir da próxima seção, cuidaremos de expor as críticas feitas ao regime do capital social europeu, aplicáveis também ao caso brasileiro.

2.2. Críticas ao instituto do capital social

Até o momento, demonstramos primordialmente o conceito do capital social nos termos da doutrina clássica, que interpreta o instituto do capital social como essencial para o equilíbrio dos interesses dos sócios, da sociedade e de seus *stakeholders*. O instituto do capital social – e todos os princípios a ele inerentes – seriam determinantes para que as funções de organização, produção e proteção de terceiros fossem devidamente tuteladas.

Vários doutrinadores, principalmente a partir da segunda metade do século XX, procuraram combater a visão do capital social como elemento essencial para o funcionamento das empresas. Para eles, os custos inerentes ao capital social superam os benefícios dele provenientes (em especial o benefício proporcionado aos credores).

Desse modo, a eliminação do capital social representaria uma melhor tutela dos sócios, da sociedade e dos *stakeholders*, tendo em vista a eliminação dos custos que impõe ao desenvolvimento da vida empresarial.

Mesmo assim, ao passo que alguns criticam o instituto e a própria razão de sua existência, pelo fato de não cumprirem na realidade as funções que lhes são atribuídas pela legislação societárias, outros visualizam tais críticas como um chamado para que sejam reforçadas as regras do capital social, de modo a melhor atender os interesses dos credores e dos sócios⁴⁶.

⁴⁶ “Se é verdade que as críticas mencionadas [sobre o capital social], não tiveram peso para levar à supressão do instituto em tela, não é menos exato que foram de grande serventia, ao chamarem a atenção para a necessidade de aprimorar a sua disciplina; afinal, se a defesa dos credores é imperfeita com a noção de capital, não significa isto que deva ser abandonada, cumprindo, antes disso, reforçá-las”. PENTEADO, Mauto Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 69.

2.2.1. Análise da efetividade das funções de produção e organização desempenhadas pelo capital social

2.2.1.1. Da efetividade do capital social com elemento de produção

Conforme adiantado na seção 1.3.1, as finanças empresariais trazem os conceitos de capital próprio (*equity*) e capital de terceiros (dívida) como integrantes da estrutura de capital da empresa. É a partir da análise dos custos do capital próprio e de terceiros que a companhia irá determinar a melhor forma de se financiar. Do ponto de vista financeiro, a empresa deseja alocar os seus recursos de modo que o retorno obtido com o investimento seja maior que o custo total do capital, conforme HOJI:

O retorno do investimento é gerado pelos ativos, que são financiados pelo capital próprio e de terceiros. Portanto, para aumentar a riqueza dos acionistas ou sócios, o retorno sobre o ativo total (RAT) deve ser superior ao custo do capital próprio e de terceiros.⁴⁷

Mas a determinação da relação ótima entre *equity* e dívida é complexa do ponto de vista do gestor da empresa⁴⁸. Tal determinação levará em conta dois fatores: a solidez do empreendimento e uma possível majoração no retorno sobre os ativos da sociedade.

O *equity* tem um custo menor do ponto de vista da sociedade, já que ela não pagará juros para os sócios que somente poderão reaver o valor investido na sociedade em caso de liquidação (ou em situações onde a companhia esteja obrigada a pagar pelas ações, como no exercício de direito de retirada); a dívida, por sua vez, fornece, a um custo mais alto, a possibilidade da firma se alavancar e utilizar os recursos de terceiros mediante o pagamento de remuneração sobre o capital (juros).

O financiamento de uma companhia aberta via emissão de debêntures, por exemplo, permite a ela acesso ao crédito de terceiros mediante ao pagamento de uma taxa pré fixada – o

⁴⁷ HOJI, Masakazu. *Administração Financeira e Orçamentária*. Editora Atlas, p. 191.

⁴⁸ A depender da conjuntura econômica e de fatores relacionados ao desenvolvimento do mercado financeiro de cada país, as empresas optam por uma maior ou menor quantidade de débito na sua estrutura. Alguns autores sustentam, porém, que o *equity* vem perdendo importância para a dívida nos tempos atuais, principalmente no caso das companhias abertas, cf. “*While primary attention is paid to equity securities in this casebook, it should be pointed out that from an economic standpoint, debt financing is considerably more important than equity financing. Most large publicly held corporations regularly engage in debt financing, but rarely raise capital through issuance of equity securities*”. HAMILTON, *op. cit.*, p. 295.

que difere de um aumento de capital onde os recursos seriam capitalizados na conta do capital social ou de reserva de capital (em caso de emissão com prêmio de emissão ou ágio). Quanto maior a dívida de terceiros no balanço da empresa, maior será o passivo fixo que ela terá para remunerar os seus financiadores. Funciona o débito então como uma via de mão dupla: a companhia pode auferir lucros maiores se investir os devidamente os recursos de terceiros, mas estará sujeita a um risco de insolvência maior, podendo amargar altos prejuízos caso a variação positiva do patrimônio líquido não seja suficiente para cobrir o custo da dívida.

Desse modo, do ponto de vista financeiro, a noção de capital social não é necessária ou determinante para avaliação do montante de capital próprio que os sócios irão investir na sociedade. A decisão da companhia sobre forma com a qual irá captar os recursos para sua desenvolver sua atividade não passa pelo conceito de capital social.

A vinculação do capital social função de produção da empresa nada mais, pois, que uma constatação histórica da importância que o capital próprio dos sócios teve para o desenvolvimento das atividades empresárias – sendo tal capital próprio chamado de capital social por alguns países.

Pelo exposto, notamos que mais uma vez estamos diante de uma situação onde a realidade empresarial não se utiliza do conceito de capital social, fixado no início da vida societária e que resta esquecido nesse âmbito.

Um ressalva deve ser feita nos casos onde as legislações societárias que estabelecem regras de capital mínimo⁴⁹ para as sociedades. Tais regras fixam um montante aporte mínimo que deve ser feito pelos sócios na constituição da sociedade. Em geral são montantes relativamente baixos que evitam a constituição de empresas de menor porte que gozem do benefício da limitação de responsabilidade. Nesses casos, percebemos o capital social, mesmo que de uma forma bastante restrita, adquire relevância na produção da empresa.

2.2.1.2. Da efetividade do capital como elemento de organização

O raciocínio invocado na seção anterior também nos parece aplicável à função de organização, no sentido que o capital não se demonstraria essencial para organização dos direitos dos sócios dentro da sociedade. A função de organização por ele desempenhada

⁴⁹ Tais regras serão tratadas, em detalhe, na seção 2.2.

poderia ser cumprida de outra maneira, qual seja, a identificação dos sócios através do número de ações que possuem, e não da parcela que detêm dentro do capital social.

Assim, a ideia de organizar a empresa sem a figura do capital social seria perfeitamente aplicável diante da existência de outras formas de se referirem aos sócios e à parcela de participação por eles detida. No caso brasileiro, a Lei das S.A. poderia ter adotado outros parâmetros para determinar a organização interna das empresas.

Forma de organização alternativa das companhias é aquela adotada pelas legislações societárias norte-americanas no contexto do RMBCA. Como visto, a seção 6.01 dispõe que o estatuto social das companhias deve conter somente o número de ações emitidas pela companhia e o número de ações que ela está autorizada a emitir.

Ainda assim, o contexto histórico de utilização do capital social não pode ser ignorado. O Brasil, em razão da vinculação histórica ao direito continental europeu, é um exemplo onde tanto a legislação societária quanto o ambiente empresarial⁵⁰ utilizam-se maciçamente deste conceito. Os custos de implementação de uma legislação que alterasse o capital social seriam, portanto, altíssimos⁵¹.

Pelo exposto, concluímos que o benefício trazido pelo capital social, no âmbito da organização, é parcial, já que ele cumpre de forma efetiva sua função mas poderia ser facilmente substituído por outra forma organizacional, no caso de supressão legal no instituto.

2.2.2. Da efetividade do conceito de capital social como garantia dos interesses de credores

2.2.2.1. Aspectos gerais sobre a efetividade de proteção aos credores

⁵⁰ Pelo fato do capital ser amplamente utilizado na realidade brasileira, uma regra que instituisse um novo regime para o instituto deveria levar em consideração o impacto que a norma teria no aumento dos custos internos e externos da empresa. Isso leva a necessidade de elaboração de regras de transição e direito intertemporal para adaptação das empresas – como, por exemplo, uma regra que instituisse um regime opcional para as empresas que poderiam optar pela “extinção” do capital social de seu estatuto por deliberação qualificada dos sócios. Esta questão será abordada na seção 2.2.3.

⁵¹ Em teoria, as mudanças das regras de organização da sociedade (do regime do capital para o regime de ações emitidas/autorizadas) não demandariam custos altos. Na prática, porém, o custo de implementação desta transição é bastante alto, tendo em vista o custo que as empresas e o ambiente institucional teriam de incorrer para se adaptarem a um novo sistema. Essa questão será explorada com mais detalhes na seção 2.2.3.

Conforme posto nas seções anteriores, a garantia dos credores é a principal função atribuída ao capital social, de modo que vários doutrinadores atribuem a ela a razão do instituto existir.

Segundo este pensamento clássico defendido por grandes doutrinadores, esta “cifra de retenção” – ou *measuring rod* para os doutrinadores americanos – representaria a melhor forma de tutelar os interesses dos credores, dos sócios e da sociedade.

Ao contrário destes, outros autores sustentam que os benefícios proporcionados pelas regras do capital para proteção de credores seriam pequenos comparados com os custos aos quais se sujeitam a companhia e todos os sujeitos que se relacionam com ela. Nesse sentido, KRAAKMAN:

*We hasten to add that the benefits of legal protections for creditors come at a cost. In theory, they are supposed to reduce costs but, in practice, they can also increase transaction costs when they are overly rigid and intrusive. Here, as elsewhere in corporate law, the point is not to eliminate opportunism entirely but to bring its costs into rough equilibrium with the costs of controlling it.*⁵²

De um lado, temos os interesses dos credores que desejam impedir os sócios de se aproveitarem da situação de controle sobre o patrimônio em que se encontram; de outro, o interesse dos sócios de poder utilizar o capital da empresa da melhor forma a maximizar o lucro, podendo reaver parcela do investimento quando a manutenção de recursos na empresa não forem desejados do ponto de vista da sociedade.

Sobre o comportamento oportunista o qual os sócios podem praticar, temos a lição de MACEY e ENRIQUES:

Shareholders of companies with debt have strong incentives to act opportunistically at the expense of existing creditors in a wide variety of ways. First, shareholders can engage in asset diversion. They can make distribution to themselves in the form of dividend payments, share buy-backs, and excessive salaries. All of these distributions reduce the equity cushion upon which creditors depend when they extend credit to a company. Second, shareholders can engage in claim dilution. They can do so by issuing additional debt of the same or higher priority, thereby eliminating the advantage of existing creditors' claims on a company's assets if the company becomes insolvent. Higher leverage might, of course, also increase the value of the equity outstanding claims. [...] Finally, and perhaps most importantly, shareholders can transfer wealth from fixed claimants to

⁵² KRAAKMAN, Reiner; Et. al. *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*. Nova York, Oxford University Press, 2204, p. 73.

*themselves by pursuing investment projects that are riskier than the creditors had contemplated when they extended the credit.*⁵³

Desse modo, seja pela distribuição de dividendos ou pela aplicação dos recursos alavancados da empresa em projetos que os acionistas não explorariam caso a sociedade estivesse financiada 100% por *equity*, os acionistas estariam nesses casos tentados agirem contra os interesses dos credores que se sairiam prejudicados.

A existência desses polos de interesse distintos demanda a criação de regras que limitadoras da utilização de recursos pelos sócios. Mas essa limitação não pode ser absoluta. Isso prejudicaria a empresa, seus sócios e, em última análise, seus *stakeholders*. É o que extraímos da lição de ARMOUR:

It might be thought that a straightforward solution would simply be to ban all asset transfers to shareholders. However, there may be circumstances in which such transfers are efficient. Where a firm has surplus cash and no good projects in which to invest, it is efficient for the money to be returned to shareholders for investment elsewhere, rather than be poured into and underperforming project. The problem in this case is the flipside of that where no restriction obtains.⁵⁴

2.2.2.2. Regras fixadoras de capital mínimo v. regras limitadoras de distribuição

Ante o exposto, de que maneira às normas societárias poderiam limitar a utilização do capital pelos sócios? A doutrina distingue dois conjuntos de regras que seriam destinadas a este fim: (i) regras fixadoras de um capital mínimo para as sociedades; (ii) regras limitadoras da distribuição de bens dos sócios para as sociedades.

As *regras fixadoras de capital mínimo* visam atender ao interesse principal dos credores involuntários⁵⁵, comumente associados à ideia de partes mais fracas, tendo em vista que as empresas constituídas abaixo de determinado valor não seriam economicamente viáveis, face ao risco que o desenvolvimento da sua atividade empresarial representa para a comunidade em geral.

⁵³ MACEY, Jonathan R., *op. cit.*, p. 1168-1169.

⁵⁴ ARMOUR, John. *Legal Capital: An Outdated Concept?*. Página 7.

⁵⁵ Sobre os tipos de credores sociais, a doutrina norte-americana divide-se em non-adjusting creditors e adjusting creditors. Os credores involuntários estariam incluídos na primeira definição, tendo em vista que eles não são ajustáveis e não contratam com a empresa previamente a constituição do crédito. É o caso, por exemplo, de pescadores que sofreram danos ambientais causados por uma companhia que atua em sua comunidade. Ao contrário, os credores “ajustáveis” seriam aqueles que definiram previamente com a empresa os termos da sua relação creditícia, como ocorre com um banco que concede empréstimo a uma companhia. Esses credores, ao contrário dos primeiros, não seriam os destinatários das principais regras de proteção aos credores já que, (a) eles analisaram a situação patrimonial da empresa antes de contratar com ela; e (b) eles poderiam negociar e aumentar a remuneração caso interpretassem que o negócio possuía um risco maior.

As regras de capital mínimo relacionam-se ao conceito de limitação da responsabilidade. Do ponto de vista estatal, a limitação da responsabilidade – vista como um privilégio concedido a determinado segmento de empresas – não poderia ser concedida a qualquer empresa, mínima que fosse, tendo em vista que ela estaria “blindada” e sem uma efetiva contrapartida financeira.

Conforme contestado pela doutrina moderna, tais regras carecem de efetividade já que o mercado, em si, possui mecanismos suficientes para determinar quando uma determinada sociedade empresária seria economicamente viável. Se uma sociedade limitada ou companhia consegue se viabilizar economicamente, isso já seria indicativo suficiente da sua capacidade de produção. As regras de capital mínimo teriam, como resultado prático, apenas barrarem empreendimentos menores que fomentariam o sistema econômico.

As regras de capital social mínimo não se mantiveram na maior parte dos ordenamentos legais. No caso brasileiro, não há regras de capital mínimo para as sociedades limitadas e sociedades anônimas, apesar do sistema valer para as sociedades de responsabilidade limitada com um só sócio – as EIRELI’s. No âmbito europeu, conforme analisado, Segunda Diretiva estabelece o capital mínimo de 25 mil euros para as companhias constituídas em um dos Estados-Membros.

As regras limitadoras de distribuição do capital para os sócios, por sua vez, são as mais relevantes no contexto global, tendo em vista que são adotadas, em maior ou menor grau, por todas as legislações societárias.

Seja no início do desenvolvimento americano (com a teoria do *trust fund*), seja Europa (através no princípio da intangibilidade) todas as teorias societárias perceberam a necessidade de impedir que os sócios, que possuem o poder de determinar os rumos da empresa, se valessem desta situação para promover distribuições que violariam a ordem mandatária de que os sócios não podem reaver o dinheiro aportado na companhia antes dos credores.

A literatura sobre finanças fornece uma série alguns parâmetros a fim de determinar qual seria a melhor forma de compatibilizar as regras de distribuição de uma companhia. A ideia principal é que tais regras deveriam, de uma lado, tutelar impedir o comportamento oportunista dos sócios e, de outro, possibilitar a melhor utilização do capital investido na empresa.

Sendo assim, não seria vantajoso para empresa reter capital em seu patrimônio se este não resultasse em uma majoração dos lucros para empresa. Se o capital investido não for efetivamente utilizado para empresa, a melhor destinação dos recursos seria a devolução destes para o sócio. Em termos financeiros, expõe SHAYER:

Sob a perspectiva financeira, se a sociedade tiver acesso a projetos que gerem taxas de retorno superiores ao custo de captação, a sociedade deve aplicar seus recursos em tais projetos. Caso contrário, ela deve retorcar os recursos aos sócios, porque investi-los irá diluir o retorno total da sociedade ou, no limite, destruir valor, sempre observado um ponto ótimo em que tal distribuição preserve seu custo de capital.⁵⁶

Ainda neste âmbito, o autor conclui sobre a regra ótima para proteger os credores do ponto de vista financeiro:

Consequentemente, como princípio norteador, para equilibrar adequadamente os interesses da sociedade, dos sócios e dos credores do ponto de vista financeiro, a Lei Societária deve, a um só tempo, permitir ex ante à sociedade distribuir os bens patrimoniais aos sócios sempre que a sociedade não tiver acesso a projetos cuja taxa de retorno seja superior ao seu custo de capital, de forma a se preservar o valor da sociedade, mas desde que tal distribuição não afete a capacidade da sociedade de honrar pontualmente suas obrigações, de forma a não se prejudicar os credores sociais.⁵⁷

No contexto prático, a principal regra limitadora das distribuições feitas pela sociedade aos sócios é a que limita a distribuição de dividendos para os sócios ao auferimento de lucros para além do valor fixado para o capital social – e que está formalizado no art. 17.1 da Segunda Diretiva, no art. 201 da Lei das S.A., e também em alguns estados norte-americanos que mantêm o conceito de *stated capital* e *capital surplus*.

Essa regra – em grande parte fundamentadora da existência do capital social – é contestada por inúmeros motivos já que, segundo seus críticos, traz muitos custos e poucos benefícios para o ambiente empresarial, não cumprindo, pois, o papel de “balanceamento” exposto nos parágrafos anteriores. A efetividade de tais regras será contestada em detalhes no item (C) da próxima seção.

2.2.2.3. Principais argumentos questionadores do capital social

Cuidaremos de expor, abaixo, os principais argumentos trazidos pela doutrina para contestar o capital social como elemento protetivo dos credores, em especial no que tange as

⁵⁶ SHAYER, Fernando. A fantasia do capital social. RDM, p. 141.

⁵⁷ SHAYER, Fernando. A fantasia do capital social. RDM, p. 141.

regras de distribuição. São eles: (A) o capital social não protege efetivamente os bens sociais atrelados aos credores; (B) o capital social pode ser fixado arbitrariamente de modo a não atender às funções para o qual foi projetado; (C) as regras limitadoras de distribuição não levam em consideração a situação de liquidez e balanço da empresa; e (D) existem mecanismos mais eficientes para promoção da mesma proteção aos credores a custos menores.

A) o capital social não protege efetivamente os bens sociais atrelados aos credores

O ponto de partida para os autores que se utilizam deste argumento já foi adiantado na primeira parte do trabalho: o capital social não garante os interesses dos sócios; esta garantia esta que é desempenhada pelo patrimônio da empresa; é nesse sentido que ASCARELLI sugere que “[a] garantia dos terceiros está, afinal, nos bens da sociedade, ou seja, no patrimônio social; o valor real da ação se prende, por seu turno, ao patrimônio líquido social”⁵⁸.

Desenvolvemos: o congelamento de determinado valor no balanço da empresa (valor este que corresponde, segundo a noção de capital social real, a bens do ativo que estão vinculados a este passivo) não garante que os credores sociais terão aquele valor disponível para saldar suas dívidas, já que esses bens poderão ser utilizados pelos sócios na consecução do objeto social.

A regra aplicável às sociedades em geral determina que o gerenciamento de suas atividades deverá ter como balizador o objeto social da empresa (art. 2º da Lei das S.A.), de modo que a utilização dos bens sociais para fins alheios ao objeto social torna os acionista controlador (art. 117, § 1º, “a”) e o administrador (art. 153).

Desse modo, afastada a limitação à gestão das atividades sociais, os sócios (leia-se, controladores e administradores) da companhia estarão livres para utilizarem os ativos da sociedade como bem entenderem, de modo a realizar o seu objeto social e promover a maximização do lucro da empresa. Não há, portanto, *qualquer limitação efetiva de utilização aos bens que compõem o patrimônio social*. É nesse sentido que argumenta MACEY:

The primary reason that creditors do not give significant weight to legal capital is that, as soon as a firm starts to operate, it can use its capital to purchase assets that decline in value. Because a firm may immediately begin

⁵⁸ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008, p. 467.

*to incur in losses, either merely in the normal course of business or by entering into one of the many kinds of unfair transactions, the initial paid-in capital is a meaningless amount.*⁵⁹

Os credores sociais não possuem a garantia, portanto, que os recursos que foram conferidos à sociedade estarão disponíveis para saldar sua dívida. Isso porque emprestados por terceiros sujeitam-se aos riscos do negócio tanto quanto os recursos aportados pelos sócios. Essa é a alocação normal de riscos, onde o credor (ao menos o credor ajustável, i.e., que escolhe voluntariamente se relacionar com a companhia⁶⁰), via de regra, comporta o risco do crédito em qualquer relação creditícia (seja ele um adquirente de um título de dívida no mercado de capitais ou um banco que concede um empréstimo a companhia).

A efetividade do capital social, portanto, como proteção aos bens da sociedade, é extremamente baixa. Tal raciocínio é exposto por CAVALLI:

*Neste sentido é que o capital social, por constituir como que uma “cifra de retenção”, acaba por garantir os credores sociais – mas sem que o conceba como “eficaz garantia dos credores sociais”, pois não haverá, sempre, um conjunto de bens no patrimônio da sociedade para saldar suas obrigações. É que os bens que integram o patrimônio da sociedade podem ser destinados à prática de atos compreendidos no objeto social que resultem em perdas para a sociedade. Esta possibilidade de perda patrimonial, conquanto indesejada, resulta da álea inerente a qualquer atividade negocial.*⁶¹

O argumento trazido acabar por desconstruir a premissa de que o capital social “congela” os bens do patrimônio social em favor dos credores. Nesses termos, é possível questionar se a terminologia “cifra de retenção” é a melhor forma de descrever o instituto, já não há, na visão destes doutrinadores, uma retenção de bens e sim uma retenção figurativa, no balanço da sociedade. Reflete melhor essa ideia o termo norte-americano, *measuring rod*, já que neste caso o capital não passa de um bastão, um pedaço de madeira, longe da figura idealizada do recipiente de trigo.

B) o capital social pode ser fixado arbitrariamente de modo a não atender às funções para o qual foi projetado

⁵⁹ MACEY, Jonathan R., op. cit., p. 1186-1187.

⁶⁰ Para mais detalhes sobre a definição de credor ajustável, ver nota n° 48.

⁶¹ CAVALLI, Cássio. Notas sobre a Disciplina do Capital Social nas Sociedades Limitadas, p. 6.

Dos argumentos trazidos pela doutrina contrária ao capital social, este é o mais criticado. A ideia posta é que a legislação societária dos ordenamentos que tutelam o capital social permite que este seja fixado de uma forma disfarçada, de modo não desenvolver as funções e princípios que lhe foram atribuídos.

Não se trata, contudo, de operações realizadas de maneira ilegal; muito pelo contrário, trata-se de operações legítimas, comuns na prática empresarial, que permitem a flexibilização do instituto dentro os parâmetros da legislação vigente. É caso típico do dispositivo societário que ficou para trás diante do dinamismo e da evolução da prática mercantil.

A Lei das S.A. traz vários exemplos aplicáveis ao caso em questão. Para citar alguns: os sócios podem emitir as ações com preço de emissão sem limite, de modo a maior parte das ações irem para a conta de reserva de capital⁶²; é possível que haja redução do capital social por prejuízos acumulados com o conseqüente aumento de modo a contornar as regras contra diluição injustificada dos sócios; são legítimas as operações na qual se reduz o capital social por prejuízos acumulados e, no exercício social seguinte, de distribui lucros pela variação positiva do patrimônio líquido.

Os críticos a este raciocínio argumentam que a legislação societária não pode flexibilizar seus institutos em razão dos agentes privados conseguirem contornar tais regras; da evolução do mercado ser mais rápida que a evolução legislativa. A solução para esses casos seria outra: no sentido de pensar novos contornos para o capital social, no sentido de reforçá-lo e torná-lo menos susceptível a flexibilizações pelo mercado.

(C) as regras limitadoras de distribuição não levam em consideração a situação de liquidez e balanço da empresa

Juntamente com o argumento (A), voltaremos a questionar a noção do capital social dentro da realidade fática da empresa moderna. Como visto no início desta seção, uma das possibilidades de atuação oportunista dos acionistas em detrimento dos credores sociais diz respeito à distribuição de lucros de modo a deixar a companhia insolvente ou ilíquida.

⁶² A conta de reserva de capital não pode ser distribuída para os sócios, de modo que ela continua a cumprir a função de não distribuição de lucros a custa do capital. Tal regra, porém, não está presente no caso das limitadas, de modo que as regras de distribuição ficam bastante comprometidas diante da possibilidade de emissão de quotas com ágio que depois poderá ser distribuído aos sócios.

Os riscos de liquidez e solvabilidade são inerentes à atividade de qualquer empresa e se referem a situações de dificuldade que esta poderá enfrentar ao longo da vida social. Se no decorrer das atividades uma empresa venha a passar por dificuldades que não sejam contornadas isso poderá torná-la insolvente; i.e., seu passivo pode superar seu ativo de modo que ela não tenha patrimônio líquido suficiente para saldar suas obrigações.

Uma situação de não liquidez diz respeito a fenômeno diverso, porém correlato: os ativos da sociedade podem ser ilíquidos (i.e., difíceis de serem transformados em moeda), de modo que está não consiga converter os ativos a valor presente com facilidade. É o caso, por exemplo, de uma companhia cuja maior parte dos ativos esteja em imóveis (que, mesmo quando valorizados, não são transformáveis em moeda em um curto espaço de tempo).

Uma situação de iliquidez pode transformar-se numa situação de insolvência: se a companhia não conseguir se desfazer do imóvel em um curto espaço de tempo, terá de promover a venda com um deságio alto, em vista à rapidez que necessita de recursos. Esse deságio entre o ativo ilíquido da sociedade e o dinheiro que a companhia obteve a valor presente pode levá-la a uma situação de insolvência, onde a soma dos ativos torne-se menor que as obrigações frente a terceiros. Nesse sentido, temos a lição de RAMUNSSSEN e SKEEL que demonstra que problemas financeiros (relacionados à liquidez) e problemas de econômicos (solvência) estão interligados:

*Economic distress and financial distress are conceptually distinct. Some firms that are quite healthy in the economic sense nevertheless cannot pay off their bills because they have excessive debt. On the other hand, some firms have no trouble paying their bills because they have sufficient cash on hand yet still are running at an operating loss. Despite the distinction between these two types of distress, they are positively correlated. Firms in economic distress, are often in financial distress as well. Indeed, it is often the cause that the economic distress is what is causing the financial distress.*⁶³

Mas como tal situação de liquidez e solvência se relaciona com o capital social? Do ponto de vista dos sócios, a distribuição de dividendos (que são feitos em moeda corrente nacional) pode resultar numa situação de iliquidez para companhia, a ponto de ela não conseguir pagar suas dívidas, ou pior, torná-la insolvente em um curto espaço de tempo após essa distribuição aos sócios.

⁶³ RAMUNSSSEN, Robert K.; SKEEL JR, David A. *The Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law*. ABI Law Review, Vol 3:85, p.89.

Outras áreas do direito – como o falimentar⁶⁴, o penal⁶⁵, e o cível⁶⁶ – possuem institutos próprios que tutelam o interesse dos credores de modo a evitar que os devedores (no caso, a companhia) transfiram bens a terceiros (sócios ou administradores), esvaziando assim o seu patrimônio para o não pagamento de suas dívidas.

Já no âmbito do direito societário temos a regra já citada de não distribuição de dividendos à custa do capital. Como se percebe, tal regra não leva em consideração a situação financeira da empresa. Segundo os autores críticos a este regime, não haveria efetividade na proteção dos credores, já que essas regras podem permitir a distribuição de dividendos quanto tal distribuição for desfavorável para empresa; ou vedar a distribuição quando claramente tal transferência não irá acarretar em nenhum prejuízo aos credores.

Vejamos os dois exemplos descritos na tabela abaixo:

<i>Exemplo 1</i>	<i>Exemplo 2</i>
Ativo = 7 milhões em ativos líquidos	Ativo = 8 milhões, sendo 7 milhões relativos a um imóvel e 1 milhão de caixa
Passivo = 2 milhões em passivo de longo prazo	Passivo = 6 milhões em passivo de curto prazo
PL = 5 milhões, sendo 4,5 milhões de capital social, e 500 mil em reservas de lucros acumulados	PL = 2 milhões, 500 mil de capital social e 1,5 milhão em reserva de lucros acumulados

No primeiro caso, trata-se de uma companhia cuja situação financeira e econômica é favorável, tendo em vista a existência de ativos líquidos e de um passivo de baixa proporção

⁶⁴ No âmbito do direito falimentar, os art 129 e 130 regulam dois tipos de ações de tutela aos interesses dos credores: “a primeira trata de ineficácia pura e simples, em relação à massa, tenham ou não os contratantes conhecimento do estado de crise econômico-financeira do devedor, seja ou não intenção de fraudar credores; a segunda argui a ineficácia relativamente à massa dos atos praticados com a intenção de prejudicar credores, provando-se a fraude do devedor e do terceiro que com ele contratar”. NEGRÃO, Ricardo. Manual de Direito Comercial & Empresa. 7ª Edição. São Paulo, Saraiva, 2012.

⁶⁵ O art. 168 da lei 11.101/05 tipifica penalmente a fraude contra credores na recuperação judicial e na falência. O crime se caracteriza pela prática de atos fraudulentos que causem prejuízo aos credores, antes ou depois da decisão que concede a recuperação judicial ou decreta a falência, com a finalidade de obter vantagem indevida para si ou para terceiros.

⁶⁶ No âmbito do direito civil, existe o instituto da fraude contra credores, presente no arts 158 a 161 do CC, e pode ser caracterizada como “todo ato prejudicial ao credor (*eventusdamni*), por tornar o devedor insolvente ou ter sido praticado em estado de insolvência. Não exige o Código o requisito da má-fé (*consilium fraudis*), que, aliás, ordinariamente, se presume, porém que não é essencial para determinar a fraude e tornar anulável o ato. Houve, assim, uma simplificação na teoria da fraude contra credores, pois os civilistas pátrios, sem divergência, consideravam a má-fé elemento constitutivo da fraude contra credores, ainda que essa doutrina nem sempre se acomodasse aos casos da vida real. BEVILÁQUA, Clóvis. Código Civil Comentado. 1956, p. 287.

frente ao patrimônio líquido da empresa. Essa é uma situação que, se analisado em termos financeiros, os sócios da empresa poderiam deliberar, em tese, a distribuição de dividendos sem prejudicar os credores.

Já no segundo caso, trata-se de uma companhia que corre sérios riscos financeiros (já que seu ativo é composto majoritariamente por ativos ilíquidos) e econômicos (já que suas obrigações perante terceiros são bem maiores que o capital próprio investido e estão próximas de vencer). A distribuição de dividendos aos sócios, neste caso, pode comprometer seriamente os negócios da empresa.

A regra do art. 201 da Lei das S.A. e do art. 17.1 da Segunda Diretiva não enxerga essas distinções tratadas acima. Supondo que, dentro do último exercício financeiro dessas duas companhias, elas tivessem uma variação nula no patrimônio (sem auferir lucros ou prejuízos), no Exemplo 1 ela poderia distribuir aos sócios dividendos no limite de 500 mil reais, quando claramente a sua situação financeira permitiria uma distribuição maior. Já no Exemplo 2, por mais absurdo que pareça, os sócios poderiam distribuir dividendos até o montante de 1,5 milhão segundo o regime do capital social. A situação de dificuldade da empresa não é levada em consideração para determinação da possibilidade de distribuir lucros.

Sobre o assunto temos a lição de MACEY e ENRIQUES:

*The European-style balance-sheet test is an inefficient way to discriminate between lawful and unlawful distributions because it is based on historical book values. The typical ratio of market capitalization (a reliable estimate of the "true" value of a company) to book value is much higher today than in the past, because ideas now account for profitability more than assets do.*⁶⁷

Segundo a visão crítica, a regra estática que limita a distribuição de dividendos em razão do capital social não atende a nenhum interesse real dos acionistas e dos credores quanto a preservação dos bens sociais.

Um regime alternativo de limitação à distribuição de distribuição de dividendos que levasse em consideração a situação financeira da empresa mostrar-se-ia, assim, essencial para efetividade das regras de proteção aos credores. Tratamos deste assunto na seção seguinte.

⁶⁷ MACEY, Jonathan R., *op. cit.*, p. 1196.

(D) existem mecanismos mais eficientes para promoção da mesma proteção aos credores a custos menores

A limitação de distribuição de bens da sociedade para os sócios está presente em todos os regimes jurídicos que tutelam o capital social, mas em diferentes formatos. Enquanto os países que adotam o capital social como regra preveem regras limitadoras nos moldes discutidos no item (C), outros países, como os Estados Unidos, estabelecem o chamado duplo teste de distribuição.

Estabelece o § 6.40 do RMBCA:

§ 6.40. DISTRIBUTIONS TO SHAREHOLDERS

(a) A board of directors may authorize and the corporation may make distributions to its shareholders subject to restriction by the articles of incorporation and the limitation in subsection (c).

(b) If the board of directors does not fix the record date for determining shareholders entitled to a distribution (other than one involving a purchase, redemption, or other acquisition of the corporation's shares), it is the date the board of directors authorizes the distribution.

(c) No distribution may be made if, after giving it effect:

(1) the corporation would not be able to pay its debts as they become due in the usual course of business; or

(2) the corporation's total assets would be less than the sum of its total liabilities plus (unless the articles of incorporation permit otherwise) the amount that would be needed, if the corporation were to be dissolved at the time of the distribution, to satisfy the preferential rights upon dissolution of shareholders whose preferential rights are superior to those receiving the distribution.

(d) The board of directors may base a determination that a distribution is not prohibited under subsection (c) either on financial statements prepared on the basis of accounting practices and principles that are reasonable in the circumstances or on a fair valuation or other method that is reasonable in the circumstances.

As regras expostas no § 6.40 (c)(1) e (c)(2) acima tratam, respectivamente, do teste de solvência e do teste de balanço. Enquanto o primeiro lida especificamente com o problema de liquidez da empresa, já que ela não poderá fazer a distribuição se disso resultar uma situação de iliquidez onde a companhia não possa honrar suas obrigações; o segundo é um teste com base no balanço patrimonial da empresa, no qual a companhia não poderá realizar distribuição de isso resultar em um patrimônio líquido negativo para a mesma.

Sobre a evolução histórica que resultou na adoção desses dois testes de distribuição pelo RMBCA, expõe HAMILTON:

*One of the important issues faced by the revisers of the Model Act was whether the validity of distributions should be measured by an insolvency test, or whether both an insolvency test and a balance sheet test should be retained. A balance sheet test requires consideration of underlying accounting principles if the test is to have any substance. The decision to retain the balance sheet test by the Committee was based on several considerations: The historical reliance on balance sheet tests in state statutes [...] and the desire for specific tests, so far as practical, in evaluating the lawfulness of distributions.*⁶⁸

Através dessa passagem, percebemos algumas deficiências a cada um dos testes. Enquanto o teste de solvência é mais condizente com a realidade da empresa, envolve uma conceito indeterminado já que a empresa não poderá distribuir dividendos quando não “puder pagar suas dívidas assim que se tornem devidas”. No contexto em que o conselho de administração (no caso dos Estados Unidos) ou os acionistas (no caso brasileiro) delibera tal distribuição, eles não terão um modelo objetivo para deliberar o ato societário, que dependerá de uma análise subjetiva da situação em que a empresa se encontra.

Nesse contexto, a utilização de um teste de balanço cumpre o papel de traçar um limite objetivo para não distribuição dos sócios. Tal limitação, porém, é bem menor que a fixada pela regra do capital social, já que neste caso somente impede que a companhia fique com o patrimônio líquido negativo. Aqui não há qualquer “colchão” que deva permanecer na empresa.

A combinação desses dois testes, segundo os doutrinadores norte-americanos, cuidaria de uma melhor maneira dos interesses tanto dos credores quanto das empresas, já que ao contrário da regra do capital social ela leva em consideração a situação real da empresa.

Os administradores que deliberam a distribuição de dividendos das companhias americanas estão sujeitos, desse modo, a um modelo bem mais flexível para determinar a conveniência de distribuir dividendos. Isso não significa, porém, que eles possuem liberdade irrestrita para promover a transferência de bens da sociedade para os sócios.

Pelo contrário, no regime norte-americano, assim com o brasileiro, não fixadas diversas normas de conduta segundo as quais os administradores possuem deveres fiduciários para com seus acionistas e com a companhia.

⁶⁸ HAMILTON, Robert W., *op. cit.*, p. 366-367.

Mesmo assim, tal sistema de duplo regime também está sujeito a críticas. O motivo é que esses dois testes não tutelariam de forma adequada os interesses dos sócios (pela falta de previsibilidade do teste) e dos credores (pela falta de qualquer retenção quanto ao patrimônio líquido).

A inexistência de qualquer restrição à distribuição pelo teste de balanço vai de encontro, também, a ideia de que o valor aportado pelos sócios da sociedade deve ser vinculado ao patrimônio social durante toda a vida da sociedade. A distribuição que fosse além do capital investido pelos sócios equivaleria a uma “liquidação parcial” da sociedade, já que ela estaria restituindo aos sócios os valores que foram aportados por ele no início da vida social.

Nesse sentido, temos a crítica de DOMINGUES:

Não nos parece, no entanto, que [o duplo teste de distribuição] seja a melhor solução. Com efeito, sobre os sócios recai a obrigação de contribuir para a sociedade. A esta obrigação está subjacente, para além do mais, uma função de produção e garantia de credores, pelo que se deve entender que os valores correspondentes às entradas deverão, em princípio, permanecer na sociedade até que seja decidido [...] que tais montantes podem ser devolvidos aos sócios.⁶⁹

Mesmo diante da imperfeição de tal conceito, algumas tentativas doutrinárias e regulatórias foram feitas no sentido de tentar reter ao menos cifra do patrimônio social dentro da empresa.

É o caso, por exemplo, do *California Corporations Code*, que prevê como regra o *balance sheet earned surplus test* (semelhante à vedação de distribuição de dividendos à custa do capital investido pelos sócios), mas que permite aos conselheiros de administração afastarem tal regra caso obedeçam a um outro teste: o *restrictive ratio test statute*. Tal teste envolve uma série de regras contábeis que devem ser obedecidas pelos administradores a fim de que realizem uma maior distribuição dos lucros, quando comparada ao primeiro teste. Em termos simplificados, o teste prevê que ao final da sua aplicação a companhia deverá restar com seu patrimônio líquido ao menos 25% maior que o seu passivo da sociedade.

Outra solução, que inclusive consta do Relatório Winter, seria a determinação de uma razão mínima entre o patrimônio líquido da empresa e o seu passivo que deveria ser mantida após a distribuição de dividendos.

⁶⁹ DOMINGUES, Paulo de Tarso, *op. cit.*, p. 571.

Não pretendemos adentar no mérito de tais testes, por envolverem conceitos contábeis complexos que fogem ao escopo deste trabalho. Cabe notar, porém, que os modelos alternativos ao duplo teste de distribuição previsto no RMBCA formulam regras de adequação de capital que, a depender de seu teor, podem acabar por restringir a distribuição de dividendos de uma forma até mais gravosa que o regime do capital social – razão pela qual precisam ser meticulosamente estudadas a fim de propor um regime alternativo ao “teste do capital social”.

2.2.3. Os custos de benefícios da flexibilização do capital social no direito brasileiro

Demonstramos, nas seções anteriores, argumentos contra e a favor da manutenção do regime de capital social, conforme as diferentes interpretações sobre o tema. Nesta última seção, cabe expormos algumas questões práticas que foram levantadas pelos autores brasileiros no sentido da possibilidade de adaptação, ou não, do regime jurídico brasileiro para um regime mais próximo ao norte-americano.

Primeiramente, no tocante às regras de organização do capital social, mostramos que a Lei das S.A. tem toda a sua estrutura baseada na noção de capital social, fazendo referência ao instituto em vários artigos que tratam dos direitos políticos e patrimoniais dos sócios. Com efeito, uma mudança no regime do capital social significaria uma mudança de vários dispositivos da lei – o que num contexto prático envolveria custos institucionais e legislativos elevados. Tais custos dificilmente seriam incorridos pelos legisladores para proposição de um novo tratamento legal sobre o tema, salvo se a alteração do tratamento legal dado ao tema fosse extremamente relevante para prática empresarial, o que não parece ser o caso atual.

Sobre esse assunto, fazemos referência às considerações de LAMY FILHO sobre a necessidade de atualização da Lei das S.A.:

No direito continental europeu – como no nosso que a ele está filiado – a garantia dos credores nas sociedades em que os sócios têm responsabilidade limitada, como nas anônimas, repousa no conceito de capital social e nos princípios que regem a sua formação, de unidade, realidade e intangibilidade. Esses princípios estão presentes e permeiam quase todos os dispositivos da Lei das S.A. [...]

A Lei teve presente a conveniência de aceitar certas inovações, desde que pudesse fazê-lo sem sacrifício de nossos conceitos tradicionais. Assim, acolheu a ação sem valor nominal e a possibilidade do capital autorizado

mas, seguindo a lição de Ascarelli, manteve, na plenitude, o conceito de capital social com todos os seus atributos.⁷⁰

Pela passagem exposta, vemos que a Lei das S.A. trouxe como um de seus pilares os princípios do capital social e por isso, na visão de um de seus formuladores, a supressão do conceito não seria conveniente já que sacrificaria muitos conceitos tradicionais nela inseridos.

A passagem remete-nos a ideia de *path dependence*, no sentido que a alteração de um instituto societário, apesar de trazer benefícios para o direito societário, acarretaria em custos demasiados que impediriam a sua substituição. É a ideia de que a “mudança para o outro caminho” é, em si, custosa demais a ponto de inviabilizar a transição para outro modelo normativo, ainda que mais eficiente.

Outra consideração, proferida pelo mesmo autor, diz respeito às diferenças institucionais entre os regimes brasileiro e norte-americano, de modo que alguns institutos próprios deste sistema não seriam aplicáveis ao caso brasileiro. Sobre o assunto:

Por outro lado, e isso é relevante no entendimento do problema, Inglaterra e Estados Unidos dispõem de uma instituição inexistente nos sistemas romanísticos, qual seja o *trust* ou a “fidúcia”, que embasa a solução e o julgamento de todas as situações que envolvem questões de confiança. [...]

O sistema do *trust* reconhece ao *trustee* uma liberdade de ação (com a consequente responsabilidade) que inexiste na administração e no funcionamento das companhias nos sistemas romanísticos como o nosso, atrelados, todos, a normas estritas de ação.

A figura do *trust*, portanto, representaria uma característica essencial aos países de *common law* e que, portanto, não seria aplicável ao caso brasileiro; que normalmente atrela a responsabilidade dos administradores a normas de conduta. Mesmo institutos como os deveres fiduciários do administrador da Lei das S.A., não seriam suficientes, na visão do autor, para limitar a atuação dos administradores da companhia em casos de potenciais comportamentos oportunistas.

Esta, aliás, é uma das grandes diferenças do regime brasileiro para o norte-americano. Enquanto neste a competência para deliberação da distribuição de lucros é do conselho de administração, aqui a competência é dos acionistas, que deverão deliberar sobre a destinação do lucro líquido em sede de assembleia geral ordinária (art. 132 da Lei das S.A.). Este é um ponto que deve ser levado em consideração em possíveis estudos sobre a possibilidade de

⁷⁰ LAMY FILHO, Alfredo. *Considerações sobre a Elaboração da Lei de S.A. e sua Necessária Atualização*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais n.º 51, 2011, p. 249-250.

supressão do capital social no Brasil. Os acionistas, em tese, por serem os beneficiários diretos da distribuição de dividendos, possuiriam um incentivo maior para aprovarem a distribuição desfavorável para os credores, principalmente em situações onde a companhia estivesse em situação de dificuldade.

Mesmo diante dos problemas acima constatados, acreditamos que as questões trazidas acima poderiam ser mitigadas através de um modelo alternativo ao vigente nos Estados Unidos e que tratasse especificamente de cada uma dessas questões.

Um exemplo para redução do conflito de interesses dos sócios seria o caso de exigência de laudo de avaliação nas deliberações em assembleia que deliberassem a distribuição de dividendos de modo ao patrimônio líquido da empresa restar menor que o valor inicialmente investido pelos sócios.

Outra possibilidade seria instituir um regime de responsabilização adicional para os acionistas controladores e administradores que deliberassem a distribuição de dividendos em prejuízo aos credores. Outra saída, aludida na seção anterior, seria o estabelecimento de testes de balanço que seriam mandatários para os acionistas no momento que deliberassem a distribuição de lucros.

Normas que determinassem obrigações de manifestação dos credores também poderiam ser benéficas, como por exemplo a fixação de prazo suspensivo da distribuição de lucros ocorresse, onde os credores poderiam se manifestar contrariamente a proposta deliberada em assembleia.

Essas são algumas das questões que possivelmente serão enfrentadas no debate sobre o capital social nos próximos anos no Brasil.

CONCLUSÃO

O entendimento sobre a necessidade, ou não, do capital social está longe de ser uníssono.

Conforme acompanhamos ao longo do trabalho, há uma tendência crescente de questionamento desse instituto a luz dos ensinamentos trazidos principalmente pelos autores norte-americanos. Inevitavelmente, essas tendências deverão ser tratadas no contexto da legislação societária brasileira em algum momento.

Independente da teoria que se filie – contra ou a favor do capital social – parece certo que o capital social atualmente é um conceito falho e precisa ser revisto no âmbito das legislações modernas de forma a proteger efetivamente os interesses dos agentes que se relacionam com a sociedade.

Mesmo assim, uma tentativa de reforçar o conceito de capital social esbarra, a nosso ver, no fato de que a regulação estatal sobre o tema, por se basear num conceito histórico de difícil aplicação prática, ficará sempre atrás das práticas de mercado, não conseguindo portanto produzir os efeitos almejados.

A análise histórica de outros institutos societários que foram flexibilizados no direito societário pátrio (ações sem valor nominal; capital autorizado; *fair value* para emissão de ações) demonstram que soluções que privilegiam a prática de mercado ganham cada vez mais espaço frente às soluções legislativas estáticas, que tentam garantir a proteção dos interesses de determinados agentes. Esses são exemplos de figuras enraizadas que foram sendo abandonadas pela legislação pelo fato de não conseguirem cumprir as suas funções como o faziam há alguns séculos atrás.

Tudo isso demonstra uma tendência para o questionamento do instituto no Brasil, mas ainda é cedo para prever se esta irá ou não se concretizar.

BIBLIOGRAFIA

- ARMOUR, John. *Legal Capital: An Outdated Concept?*. European Business Organization Law Review, 2006.
- ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008, p. 34.
- ASCARELLI, Túllio. *Interpretazione del Diritto e Studio Del Diritto Comparato*. Rivista, 1954, p. 177
- ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008.
- BEVILÁCQUA, Clóvis. Código Civil Comentado. 1956, p. 287.
- BULHÔES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009
- BULHÔES PEDREIRA, José Luiz. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos*. Rio de Janeiro, Forense, 1989, p. 419.
- CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. Tratado de Direito Comercial Brasileiro, Volume III. Rio de Janeiro, 1958
- CAVALLI, Cássio. *Notas sobre a Disciplina do Capital Social nas Sociedades Limitadas*. Rio de Janeiro, 2009.
- CEREZETTI, Sheila Neder. *A Recuperação Judicial de Sociedade por Ações*. São Paulo, Malheiros, 2012.
- COMISSÃO EUROPÉIA. *Recommendations by the Company Law Slim Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives*, 1999, disponível em < http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/official/6037en.pdf>.
- COMISSÃO EUROPÉIA. *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 2002, disponível em < http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf>.
- COMISSÃO EUROPÉIA. *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, 2002, disponível em < http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/consult_en.pdf>.

- DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre o Capital Social*. Coimbra, Almedina, 2009.
- EASTERBROOK, Frank H; FISHEL, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Harvard University Press, 1991.
- FERRAN, Eilís. *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernization of Company Law in the European Union*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=841884>.
- GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de Empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.
- HAMILTON, Robert W.. *The Law of Corporations*. Minnesota, West Publishing Company, 2000.
- HAMILTON, Robert W.; MACEY, Johathan R.; MOLL, Douglas K. *Cases and Materials on Corporations including Partnerships and Limited Liability Companies*. American Casebook Series. Thompson Reuters, 2010.
- HOJI, Masakazu. *Administração Financeira e Orçamentária*. Editora Atlas, p. 191.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 305-360, North-Holland Publishing Company, 1976.
- KRAAKMAN, Reiner; Et. al. *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*. Nova York, Oxford University Press.
- LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- LAMY FILHO, Alfredo. *Considerações sobre a Elaboração da Lei de S.A. e sua Necessária Atualização*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais n.º 51, 2011.
- LORIA, Eli. *Título: Estrutura e Função do Capital Social na Companhia Aberta*. Dissertação em Mestrado - Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.
- MACEY, Jonathan R.; ENRIQUES, Luca. *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*. Yale Law School Faculty Scholarship Series, Paper 1413, 2001.

MILHAUPT, Curtis J., PISTOR, Katharina. *Law & Capitalism – What corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*. Chicago, The University of Chicago Press, 2008.

NEGRÃO, Ricardo. *Manual de Direito Comercial & Empresa*. 7ª Edição. São Paulo, Saraiva, 2012.

PENTEADO, Mauto Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2006.

ULHOA COELHO, Fábio. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2012.