INSPER

LLC DIREITO EMPRESARIAL

FLAVIO DE SOUSA JESUS

Título: Dissolução parcial de sociedade anônima de capital fechado. Estamos no caminho certo?

SÃO PAULO

2020

FLAVIO DE SOUSA JESUS

Título: Dissolução parcial de sociedade anônima de capital fechado. Estamos no caminho certo?

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao programa LLC de Direito Empresarial como requisito parcial para obtenção do título de pós-graduado em direito.

Orientadora: Professora Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

SÃO PAULO

2020.

RESUMO

A lei das sociedades anônimas passou por profundas transformações a partir da interpretação do Superior Tribunal de Justiça. Invocando conceitos abertos e indeterminados, a Corte flexibilizou a tipologia das sociedades anônimas que ostentem a característica *intuitu personae* ao permitir a sua dissolução parcial mediante a prova de acionista de quebra do *affectio societatis*, fomentando disputas societárias, assim como instaurando insegurança jurídica, o que merece reflexos a partir das consequências às relações societárias sob o viés da análise econômica do direito.

Palavras-chave: Precedentes. Dissolução Parcial. Sociedade Anônima. Análise econômica do direito.

ABSTRACT

The law of corporations has undergone profound changes since the interpretation of the Superior Court of Justice. Invoking open and indeterminate concepts, the Court lessened the strict type of corporations deemed *intuitu personae* by allowing their partial dissolution through proof of shareholder breach of *affectio societatis*, encouraging corporate disputes, as well as creating legal uncertainty, which deserves reflections from the consequences to corporate relations under the view of the economic analysis of law.

Keywords: Precedents. Partial Dissolutions. Corporate entity. Economic analysis of law.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO. 6

MECANISMO DE SAÍDA SOCIEDADE ANÔNIMAS 8

APURAÇÃO DE HAVERES 12

RACIONALIDADE ECONOMICA VERSUS RACIONALIDADE JURÍDICA 16

PROPOSTA INTERMEDIÁRIA À DISSOLUÇÃO PARCIAL. 21

CONCLUSÃO 26

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 28

INTRODUÇÃO.

As sociedades anônimas são tipos societários com fins lucrativos e que tem por objeto oferecer segurança jurídica aos acionistas ao limitar a responsabilidade patrimonial dos acionistas ao preço das ações subscritas ou adquiridas. A segurança jurídica permite aos acionistas assumir mais risco, o que incentiva a alocação de capitais em grandes projetos, viabilizando a circulação e movimentação de grandes volumes de capital e, consequentemente, promove o desenvolvimento econômico do país.

Nesse sentido, a lei das sociedades anônimas criou hipóteses excepcionais de retirada de acionistas denominado de direito de recesso e, por outro lado, estruturou mecanismos para facilitar a transferência de ações com o objetivo de preservar o capital social da sociedade em caso de eventual conflito entre os acionistas, o que estabeleceu a alienação de ações como a principal forma de o acionista se retirar da companhia.

Esse arcabouço legal que incentiva a circulação de ações é a característica marcante deste tipo societário, mostrando-se como mecanismo jurídico que viabilizava a alocação eficiente de recursos ao equilibrar os interesses dos acionistas e a companhia.

No entanto, essa estrutura sofreu alterações a partir de decisão do Superior Tribunal de Justiça que, ao apreciar a pretensão de acionistas da Cocelpa Companhia de Celulose e Papel do Paraná deduzidas no REsp n. 111.294/PR e os Embargos de Divergência n. 1079763/SP, flexibilizou as regras legais prescritas na lei 6404/76 e autorizou a dissolução parcial daquela sociedade anônima.

Nesse sentido, aquela Corte ao exercer seu *munus* uniformizador interpretou os dispositivos constitucionais e infraconstitucionais aplicáveis às sociedades anônimas de capital fechado, passando a admitir a dissolução parcial das sociedades anônimas de capital fechado por quebra de *affectio societatis* das sociedades que ostentam a característica de *intuitu pesonae* sob o fundamento de assegurar o direito

à Livre Associação previsto no artigo 5º, inciso XX da Constituição Federal e em observância ao princípio da Função Social da Empresa. No entanto, a solução apresentada pela jurisprudência tem colocado em risco a estabilidade financeira das sociedades anônimas de capital fechado, assim como incentiva as disputas societárias em detrimento da livre circulação das ações ao permitir que o interesse do acionista insatisfeito se sobreponha aos interesses da Companhia, abrindo espaço para comportamentos oportunistas.

O presente estudo se utilizou de método indutivo mediante a análise da jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, assim como a pesquisa doutrinária da dissolução parcial de sociedade anônima de capital fechado.

Adicionalmente, o foco de analise se resume aos impactos ao ambiente econômico que os precedentes do judicial do Superior Tribunal de Justiça a respeito da dissolução parcial de sociedade anônima de capital fechado causaram nas relações societárias deste tipo societário.

Nessa perspectiva, o presente estudo tem como objetivo discorrer sobre a evolução do instituto da dissolução parcial aplicável às sociedades anônimas de capital fechado, analisando se a flexibilização da Lei das Sociedade Anônimas decorrente da interpretação do Superior Tribunal de Justiça representa mecanismo equânime e eficiente sob o ponto de vista econômico, assim como sugerir alternativa intermediária para resolver tais impasses de modo a maximizar a alocação eficiente de recursos quando presente eventual divergência entre os acionistas.

MECANISMO DE SAÍDA SOCIEDADE ANÔNIMAS

A sociedade anônima, típica sociedade por ações constitui tipo societário altamente relevante para a mobilização de capitais no Brasil, isso porque é intrínseco ao seu tipo societário uma estrutura que segrega o risco do patrimônio do acionista e da Companhia, limitando a responsabilidade do acionista ao preço das ações subscritas ou adquiridas, permite a livre circulação de ações independentemente da concordância dos demais acionistas e a sua administração, via de regra, é realizada por órgãos sociais obrigatórios que induz a gestão impessoal e mais profissionalizada da Companhia, o que lhe confere natureza *intuitu pecuniae.*

Essa estrutura proporciona mais segurança aos acionistas e, em razão disso, tem sido o tipo societário preferido por investidores nacionais e estrangeiros para viabilizar grandes empreendimentos econômicos, sobretudo a partir da abertura da economia brasileira na década de 90.

A via usual de resgatar o investimento com as ações subscritas ou adquiridas é a alienação da participação acionária à terceiros ou aos demais acionistas, em observância ao direito de preferência ou por falta de compradores interessados em adquirir ações, sobretudo nas sociedades anônimas de capital fechado.

A alienação das ações, portanto, constitui a regra de resgate da ação subscrita ou adquirida, regra excepcionada em situações predeterminadas que a LSA garante ao acionista o direito de retirar-se da sociedade com o recebimento do seu investimento a fim de impedir que os acionistas minoritários fiquem completamente subjugados à vontade de acionistas controladores.

Segundo o artigo 137 da LSA, o acionista pode exercer o direito de retirada ou recesso com o respectivo reembolso do valor de suas ações apenas na hipóteses de restar vencido nas deliberações da Assembleia Geral da Companhia que aprovar: a) *criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais; b) alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma*

ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; c) redução do dividendo obrigatório; d) fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; e) participação em grupo de sociedades; f) mudança do objeto da companhia; g) cisão da companhia;

Assim, a Lei de Sociedades Anônimas limitou as hipóteses que permitem ao acionista dissidente o direito de retirar-se da sociedade, pois, do contrário, haveria ameaça constante de descapitalização da Companhia sempre que a perspectiva de risco dos acionistas fosse maior que a expectativa de retorno, o que colocaria em risco a estabilidade financeira da sociedade e de atingir o seu fim social.

No entanto, a segurança jurídica que sempre permeou esse tipo societário foi afetada a partir de interpretações do Superior Tribunal de Justiça que permitiu aos acionistas insatisfeitos se retirarem da Companhia fora das hipóteses do direito de recesso previstas na Lei das Sociedades Anônimas – Lei 6404/76.

Inspirados na possibilidade de dissolução parcial de sociedades de responsabilidade limitada prevista no artigo 1404 do Código Civil de 1916 e posteriormente do artigo 1029 do Código Civil vigente, acionistas descontentes rotineiramente levavam suas pretensões de resgatar o seu investimento ao judiciário requerendo a dissolução parcial de sociedade anônima. Até o ano de 2001, predominava nos tribunais pátrios interpretação positivista da lei das sociedades anônimas reputando juridicamente impossível a dissolução parcial de sociedades anônimas diante da ausência de previsão legal expressa na LSA e a partir da conclusão de que a dissolução parcial era um instituto jurídico próprio das sociedades contratuais[1].

[1] COMERCIAL. SOCIEDADE ANÔNIMA. DISSOLUÇÃO PARCIAL. IMPOSSIBILIDADE JURÍDICA DO PEDIDO. NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS O DIREITO DE RETIRADA DO ACIONISTA É RESTRITO ÀS HIPÓTESES DO ART. 137 DA LEI 6.404/76, APRESENTANDO- SE IMPOSSÍVEL O PEDIDO DE DISSOLUÇÃO PARCIAL DA SOCIEDADE, PRÓPRIO DAS EMPRESAS ORGANIZADAS POR QUOTAS DE RESPONSABILIDADE LIMITADA, SEM RELEVO A QUALIFICAÇÃO DE COLIGADA DA EMPRESA ACIONISTA, CUJA CONDIÇÃO PODERÁ SER DESFEITA MEDIANTE ALIENAÇÃO DE AÇÕES DE MODO A REDUZIR A MENOS DE DEZ POR CENTO DO CAPITAL DA SOCIEDADE ANÔNIMA (STJ, 3ª Turma, AgRg no Ag nº 34.120-SP, Rel. Min. Dias Trindade, j. 26/4/1993, DJ de 14/6/1993)

Essa lógica jurídico interpretativa foi superada a partir do ano de 2001, quando a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça reavaliou passou a admitir a dissolução parcial de sociedade anônima.

O racional da mudança de paradigma da interpretação pelo Superior Tribunal de Justiça decorreu da conjugação de algumas circunstancias que, segundo o acordão REsp n 111.294/PR, indicaria que a dissolução parcial de sociedade anônima de capital fechado era a melhor solução para resolver a divergência entre os acionistas considerando que: (i) o artigo 5, inciso XX da Constituição Federal assegura o direito a livre associação; (ii) a dissolução parcial em vez da dissolução total prestigiaria o princípio da função social da empresa, viabilizando a continuidade da companhia quando presente a hipótese do artigo 206 da Lei das S/A que autoriza a dissolução [total] por decisão judicial quando provado que a Companhia não pode preencher o seu fim; (iii) apesar de constituída como sociedade anônima, a sociedade em questão possuía o *intuitu personae* como característica preponderante na relações entre os acionistas, elemento típico de sociedade de pessoas em que a dissolução parcial é plenamente cabível.

Adicionalmente, o Superior Tribunal de Justiça ao julgar Embargos de Divergência n. 1079763/SP no ano de 2012 reafirmou a possibilidade de dissolução parcial de sociedade anônima de capital fechado e foi além ao fixar que a simples ruptura do *affectio societatis* nas sociedades que ostentam a característica de *intuitu personae* é suficiente para autorizar a dissolução parcial, independentemente de a sociedade preencher ou não o seu fim, conforme previsão de dissolução prevista no artigo 206 da LSA.

Nesses julgados, é aparente que a Corte se resumiu a interpretar os dispositivos legais e constitucionais que norteiam a relação societária entre os acionistas e a companhia de modo abstrato, favorecendo o argumento de equidade entre os acionistas a despeito de eventuais consequências econômicas decorrente desta orientação interpretativa.

Apesar de constituir-se legitima a interpretação de promover a equidade entre os acionistas, é preocupante que o julgador se limite à ponderar os argumentos

jurídicos suscitados pelas partes sem sopesar eventuais consequências econômicas, sobretudo quando a orientação jurisprudencial do Superior Tribunal de Justiça norteie a interpretação dos demais julgadores.

Nesse panorama, em que pese a introdução do novo Código de Processo Civil em 2016 ter como finalidade inaugurar novo regime processual no país, sobreveio norma de direito material[2] que permite a dissolução parcial da sociedade anônima de capital fechado quando requerida por acionista ou acionistas que representem 5% ou mais do capital social mediante a prova de que a Companhia não pode preencher o seu fim, normatizando a jurisprudência vigente do Superior Tribunal de Justiça sobre o tema.

A despeito do artigo 599 Código de Processual Civil restringir a dissolução parcial de sociedade anônima quando suscitada por acionista detentor de ações de 5% ou mais do capital social da sociedade, a sua redação reproduz o texto do artigo 206 da dissolução total das companhias prevista da LSA de possibilidade de dissolução da sociedade não pode preencher o seu fim, o que remete à interpretação dos Embargos de Divergência que flexibilizou essa prova em juízo aceitando a dissolução de sociedade anônima de capital fechado *intuitu personae* por mera quebra do *affectio societatis* entre os acionistas.

Assim, a partir do silencio eloquente da jurisprudência quanto à restrição do pedido de dissolução parcial por acionista detentor de menos 5% das ações com poder de voto, a interpretação que se tem a partir da vigência do novo Código de Processo Civil é que esse requisito numérico segue a jurisprudência atual do Superior Tribunal de Justiça de permitir a dissolução parcial de sociedade anônima de capital fechado quando provada a quebra do vínculo de afeição entre os acionistas de companhia que ostentar a qualidade *intuitu personae* independentemente da quantidade de ações detidas pelo acionista retirante, em homenagem ao princípio da Livre Associação e Função Social da Empresa.

---

[2] Artigo 599: A ação de dissolução parcial de sociedade pode ter por objeto
(...)
§ 2º A ação de dissolução parcial de sociedade pode ter também por objeto a sociedade anônima de capital fechado quando demonstrado, por acionista ou acionistas que representem cinco por cento ou mais do capital social, que não pode preencher o seu fim.

APURAÇÃO DE HAVERES

Diante da relativização das regras de dissolução da LSA que culminou com a permissão de dissolução parcial das sociedades anônimas de capital fechado por mera quebra da *affectio societatis*, é importante discorrer sobre a consequência econômica resultante da dissolução parcial que implica no pagamento de haveres ao acionista retirante.

Segundo o artigo 604 do NCPC, a apuração de haveres em âmbito judicial depende de três requisitos: (i) a fixação da data da dissolução parcial; (ii) a definição do critério de apuração dos haveres; e (iii) a nomeação de perito para cálculo dos haveres do acionista retirante.

Adicionalmente, as dissoluções parciais disputadas judicialmente resultam no pagamento de juros moratórios de 1% ao mês ao acionista retirante sobre os haveres apurados em balanço patrimonial ou em conformidade com a regra prevista no estatuto social e, depois de superada divergência jurisprudencial, fixou-se interpretação[3] que o marco inicial dos juros moratórios flui a partir do 91º dia após o balanço patrimonial levantado para esse fim diante da regra prevista no artigo 1031 do Código Civil[4].

No que se refere à apuração de haveres decorrente da dissolução parcial, a maior controvérsia cinge-se à metodologia de precificação do valor das ações, pois o valor patrimonial decorrente das regras contábeis de registro dos ativos e passivos

---

[3] AGRAVO INTERNO NOS EMBARGOS DE DECLARAÇÃO NO RECURSO ESPECIAL. DISSOLUÇÃO PARCIAL. TERMO INICIAL DOS JUROS DE MORA. PRAZO NONAGESIMAL PARA PAGAMENTO. PRECEDENTES.
1. "Os juros de mora eventualmente devidos em razão do pagamento dos haveres devidos em decorrência da retirada do sócio, no novo contexto legal do art. 1.031, § 2º, do CC/02, terão por termo inicial o vencimento do prazo legal nonagesimal, contado desde a liquidação dos haveres" (REsp 1286708/PR, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 27/05/2014, DJe 05/06/2014).
2. Agravo interno a que se nega provimento. (STJ, Quarta Turma, AgInt nos EDcl no REsp **1459156** / SP, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, Dje 10/09/2019).

[4] Art. 1.031. Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado.

nos balanços patrimoniais é constantemente criticada por não refletir com exatidão todos os bens da sociedade à preço de mercado, mesmo depois de ter sido adotado pela legislação brasileira as normas internacionais de IFRS[5].

Não obstante, é importante acrescentar que a metodologia de precificação das ações de sociedade anônima para fins de pagamento dos haveres do acionista retirante transcende a relação entre sociedade e acionista retirante, porquanto, em havendo a dissolução parcial, é inevitável a redução do capital da sociedade, o que pode obrigar os acionistas remanescentes a suportar o custo de eventualmente recompor o capital da sociedade mediante aportes ou aumentar o endividamento da companhia, influindo decisivamente no desempenho financeiro e, por consectário logico, no retorno do seu investimento.

Na falta de previsão estatutária, como é a regra das sociedades anônimas em razão de se tratar de via atípica de desvinculação societária, por analogia aplica-se o capítulo do Código de Processo Civil que disciplina a dissolução de sociedades contratuais. Nesse sentido, o artigo 606[6] do Código de Processo Civil determina como critério de apuração de haveres do sócio retirante o levantamento de balanço de determinação com a finalidade de avaliar os ativos e passivos a preço de saída.

A esse respeito, a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça[7] considerou razoável, por exemplo, utilizar o método de Fluxo de Caixa Descontado - FCD como parâmetro metodológico de suporte para a elaboração de balanço de determinação de bens e direitos de sociedade dissolvenda.

Nessa decisão do Superior Tribunal de Justiça, o argumento que prevaleceu foi de que *"*a utilização da metodologia do fluxo de caixa descontado vai ao encontro da jurisprudência do STJ, no sentido de que a apuração de haveres na dissolução parcial

---

[5] International Financial Reporting Standards – IFRS

[6] Art. 606. Em caso de omissão do contrato social, o juiz definirá, como critério de apuração de haveres, o valor patrimonial apurado em balanço de determinação, tomando-se por referência a data da resolução e avaliando-se bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a preço de saída, além do passivo também a ser apurado de igual forma

[7]STJ, Terceira Turma, REsp 1335619 / SP, Rel. Nancy Andrighi, Dje DJe 27/03/2015.

de sociedade limitada seja realizada mediante calculo que aponte o valor patrimonial real da empresa.”

A ministra Nancy Andrighi, relatora do voto vencedor, em referência à decisões antigas do Supremo Tribunal Federal, consignou em seu voto que a apuração de haveres deve assegurar ao sócio retirante situação de igualdade com os demais mediante a utilização de metodologia que apresente a maior amplitude possível, com a exata verificação física e contábil dos valores do ativo.

Apesar de o acórdão citado acima retratar o julgado de dissolução parcial de sociedade de responsabilidade limitada, o fato de a corte ter se posicionado sobre a metodologia empregada para levantamento de balanço de determinação a que se refere o artigo 606 do Código de Processo Civil tem sido utilizada em diversas disputas envolvendo a dissolução parcial como precedente, tanto em pedidos de dissolução de sociedades de responsabilidade limitada, quanto de pedidos de dissolução de sociedade anônimas de capital fechado.

Em que pese esse precedente, é importante esclarecer que o Fluxo de Caixa Descontado - FCD representa método de precificação de empresas geralmente utilizado para avaliar o valor econômico de determinada sociedade utilizando-se como premissa o fluxo de caixa futuros trazidos a valor presente e descontado por uma taxa de desconto e, portanto, precifica a sociedade com base em expectativa de rentabilidade futura.

Adicionalmente, o FCD depende da assunção de premissas de geração de caixa da companhia a ser avaliada, o que, em primeiro lugar reflete uma expectativa futura assumindo que o mercado se comportará segundo certas previsões econômicas que constantemente subestima eventuais impactos materiais adversos na geração de caixa e, em segundo lugar, representa um quebra do argumento de equidade entre os acionistas, pois a concretização dessa expectativa de geração de caixa futura somente é materializada se a direção da companhia e os acionistas remanescentes empregarem os seus melhores esforços na condução do negócio para assegurar esse resultado projetado.

A aceitação desse método para apuração de haveres, o qual é utilizado invariavelmente em operações de alienação de ações à terceiros e fusões em condições de mercado, representa uma grande vantagem econômica do acionista retirante sobre a sociedade e sobretudo aos acionistas remanescentes, tendo em vista que a negociação com agentes de mercados que conhecem profundamente o negócio e mercado de atuação da sociedade é substituída por laudo pericial que se utilizará de premissas econômicas e mercadológicas futuras que somente poderiam ser sopesadas por agente econômico em condições livres de negociação, desvirtuando completamente a intenção da jurisprudência de colocar acionistas retirantes e remanescentes em situação de igualdade.

Desse modo, a falta de ponderação do critério de apuração de haveres pode comprometer a sobrevivência da sociedade ao induzir a sua descapitalização, privilegiando economicamente o acionista retirante em detrimento dos acionistas remanescentes e demais credores da sociedade, o que, além de violar a isonomia entre os acionistas, viola o princípio da Função Social da Empresa sugerido como fundamento para autorizar a dissolução parcial.

Assim, a partir da jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, o acionista insatisfeito de sociedade anônima de capital fechado que ostentar característica *intuitu personae* pode requerer ao judiciário a dissolução parcial da Companhia para retirar-se da sociedade com o pagamento dos respectivos haveres que, eventualmente, pode lhe conceder benefício econômico mais vantajoso vis-à-vis o risco/retorno de ir ao mercado vender as suas ações, tudo isso em detrimento da estabilidade da Companhia, dos acionistas remanescentes e dos respectivos credores.

RACIONALIDADE ECONOMICA VERSUS RACIONALIDADE JURÍDICA

É notório que os acionistas enquanto agentes de mercado são movidos por interesses exclusivamente econômicos e a sua permanência em qualquer empreendimento empresarial depende de uma avalição pessoal da expectativa de retorno do investimento *vis-à-vis* os riscos intrínsecos ao empreendimento empresarial. Assim, é indubitável que o acionista vive em constante estado de inquietação procurando oportunidades de maximização do seu investimento, assim como de mitigar o risco de prejuízos patrimoniais intrínsecos a que está sujeito enquanto possuir a condição de acionista.

À toda evidência, o Direito desempenha papel fundamental na tomada de decisão de qualquer agente econômico, de modo que as condutas reputadas ilegais exercem poder dissuasórios enquanto as condutas respaldadas pelo ordenamento jurídico estimulam os agentes econômicos a se comportarem de determinado modo e, em verdade, constitui incentivo para que assim se comportem, podendo ser observado a reprodução em escala deste comportamento a ponto de moldar a realidade econômica de determinado país.

Nesse panorama, os agentes situados em um estado de direito tendem a realizar a análise racional de oportunidades pautando as suas decisões sob o enfoque do custo de transação[8] e da repercussão jurídica inerente à decisão. É evidente que se a dado agente econômico o descumprimento de contrato apresentar custo menor

[8] A esse respeito, Rachel Sztajn conceitua muito bem custos de transação: “Consideram-se custos de transição aqueles incorridos nas transações ainda quando não representados por dispêndios financeiros (isto é movimentação de caixa), derivados ou impostos pelo conjunto de medidas tomadas para realizar uma determinada operação ou transação. Incluem-se no conceito de custo de transação o esforço com a procura de bens ou serviços no mercados; a análise comparativa de preço e qualidade entre os bens ofertados; a segurança quanto ao adimplemento da operação pelas partes; a certeza que o adimplemento será perfeito e a tempo; eventuais garantias que sejam adquiridas na hipótese de eventual inadimplemento ou adimplemento imperfeito; a redação de instrumentos contratuais que reflitam todas as tratativas e eventos possíveis que possam afetar as prestações respectivas, que desenhem com clareza os direitos, deveres e obrigações das partes. Compreende, portanto, todos os esforços, cuidados e o tempo gasto pela busca pelo bem, a decisão de efetuar a operação e o cumprimento satisfatório de todas as contratações assumidas pelos contratantes. Também deve ser incluídos movimentos que se sigam à operação que uma das partes deva fazer para completa satisfação de seu crédito”. (Sztajn, Rachel, 2014, A incompletude do contrato de sociedade, disponível no sitio eletrônico http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67626/70236.

que honrá-lo, a probabilidade de descumprimento aumenta enquanto diminui se o custo for menor, impondo-se a lógica matemática às relações contratuais de uma forma ou de outra.

Em tese, o direito e economia possuem pontos de intersecção, convergindo entre si em diversos aspectos especialmente no que se refere à propriedade privada, ao livre mercado e à livre concorrência, na medida em que o Direito assegura a materialização tais concepções econômicas. Apesar dessa convergência, em determinadas situações o Direito tenta promover a dignidade da pessoa humana e a equidade nas relações entre indivíduos, inibindo comportamentos oportunistas ainda que em prejuízo a maximização da eficiência econômica.

A esse respeito, a escola que se dedica a interação entre as ciências econômica e jurídica, denominado de *Law and Economics* ou de Análise Econômica de Direito, sustenta que o Direito pode ser entendido como instrumento para dar efetividade às teorias econômicas ao projetar nas relações entre os agentes econômicos comportamentos que potencializam a eficiência na alocação de recursos[9].

No entanto, a eficiência almejada pela economia às vezes é substituída por comportamentos que aumentam o custo de transação em razão de condutas ineficientes de agentes de mercado, muitas vezes baseadas em sinais contraditórios advindos de normas legais ou de interpretações judiciais que, a pretexto de promover a equidade entre os litigantes, desconsideram a racionalidade econômica ao deixar de antever ou subestimar os impactos daquela interpretação nas inúmeras interações entre os agentes econômicos.

---

[9] Nesse sentido, Robert Cooter e Thomas Ulen sustentam que: “We explained that economists are experts on two policy values—efficiency and distribution. The stakes in most legal disputes have monetary value. Deciding a legal dispute almost always involves allocating the stakes between the parties. The decision about how much of the stakes each party gets creates incentives for future behavior, not just for the parties to this dispute but also for everyone who is similarly situated. In this book we use these incentive effects to make predictions about the consequences of legal decisions, policies, rules, and institutions. In evaluating these consequences, we will focus on efficiency rather than distribution”. (Cooter, Robert and Ulen, Thomas, ”Law and Economics, 6th Edition” (2016), Berkley Law Books. Book 2).

É nesse contexto que a dissolução parcial de sociedade anônima de capital fechado é analisada nesse trabalho, pois, em que pese a louvável intenção de promover a equidade entre os acionistas, prestigiando os princípios da Livre Associação e da Função Social da Empresa, a realidade observada é diametralmente oposta, com o aumento disputas societárias a partir da sinalização do judiciário de avalizar comportamentos anti-isonômicos e oportunistas.

Diante disso, não poderia ser outro o comportamento dos agentes econômicos a não ser de tomar decisões que lhe representem maior vantagem individual e, a respeito da incerteza introduzida com os precedentes judiciais, a racionalidade econômica que se impõem é a seguinte: a) Requerer a dissolução parcial resgatando o seu investimento mediante o recebimento de haveres com base no valor econômico dos ativos da Companhia, transferindo os risco da atividade exclusivamente à Companhia, aos acionistas remanescentes e aos credores da sociedade, ou; b) Continuar vinculado à sociedade honrando com o compromisso assumido com os demais acionistas *vis-à-vis* os riscos do negócio sob a desconfiança de um dos acionistas pleitear a dissolução parcial primeiro e ser obrigado a amargar com o pagamento dos haveres a ele à valor de mercado.

Alternativamente, poder-se-ia pressupor que o acionista poderia simplesmente alienar as suas ações à terceiros resgatando o seu investimento. Apesar de se colocar como alternativa viável aos acionistas de sociedades anônima de capital aberto listada em bolsa de valores, essa abordagem apresenta obstáculo de ordem prática aos acionistas de companhias de capital fechado diante da ausência de liquidez imediata das ações e, em função disso e considerando o incentivo decorrente da interpretação judicial vigente de receber o capital investido com o retorno do valor de mercado dos ativos da empresa, é lícito se questionar por que o acionista passaria pelo inconveniente de procurar compradores, profissionais em sua grande maioria, e negociar a venda de suas ações com eventuais concessões de preço?

A resposta a essa indagação é simples, o acionista com racionalidade econômica somente tomaria a decisão de vender as suas ações em condições de mercado se essa alternativa lhe representar melhor resultado econômico quando

confrontado com os custos de tempo e recursos para requerer a dissolução parcial da sociedade anônima.

Assim, os acionistas de sociedades anônimas de capital fechado desde que o ordenamento jurídico passou a admitir a dissolução parcial passaram a conviver com dilema constante, continuar colaborando entre si com o seu capital para extrair de determinado empreendimento econômico o maior retorno aos seus investimentos mediante esforços mútuos ou, a depender do seu sentimento prevalecente sobre o futuro da Companhia, resgatar imediatamente o seu investimento com pedido judicial ou extrajudicial de dissolução parcial com o pagamento de seus haveres.

Nessa perspectiva, a assimetria de informações é outro fator a ser considerado e que influencia o processo de tomada de decisão, pois, embora possuam, em regra, as mesmas informações sobre a saúde financeira da empresa, o acionista desconhece as estratégias e intenções dos demais, o que pode provocar sentimento de incerteza quanto à possibilidade de o outro requerer a dissolução parcial primeiro e com isso lhe transferir todo o risco de suportar a descapitalização da Companhia e, por consectário logico, o prejuízo no seu investimento.

As premissas utilizadas acima envolvendo os aspectos de colaboração, assimetria de informações e resultado são os pontos centrais da Teoria dos Jogos, frequentemente empregada em modelos econômicos e matemáticos compreender a racionalidade do processo de tomada de decisão dos indivíduos e tem sido largamente utilizada como ferramenta na análise econômica do direito.

Essa abordagem, permite deduzir que a intervenção do poder judiciário, ao autorizar a dissolução parcial das sociedades anônimas de capital fechado por quebra de *affectio societatis*, em vez de promover o bem-estar social, equidade e prosperidade econômica, acentuou a falta de colaboração entre os acionistas, aumentou a insegurança jurídica e incentiva o descumprimento contratual.

Nesse sentido, Joel Gonçalves de Lima Junior[10] sintetizou brilhantemente o dilema de acionistas de sociedade anônima de capital fechado a partir dos precedentes do Superior Tribunal de Justiça a respeito da dissolução parcial das sociedades anônimas:

> "Em face do novel paradigma jurisprudencial, os agentes econômicos (acionistas) tenderão a desertar antes que os outros desertem, o que é explicado pela Teoria dos Jogos. Vale dizer, se os acionistas não deserdarem já, correrão o risco de que os outros acionistas desertem antes, hipótese em que deixará de tomar o proveito da condição de acionista retirante para amargar a condição do acionista remanescente.
> A condição de acionista remanescente só será mais favorável do que a de retirante se a Companhia for rentável ao ponto de que a expectativa do lucro passível de distribuição seja maior do que os haveres acrescidos dos juros. Mas se isto ocorre é porque a Empresa é lucrativa e, conseqüentemente, não se amolda àquele paradigma no que a retirada mediante a dissolução parcial é possível.
> Sob outro prisma de análise, como também já se disse, o risco de sobrevir uma dissolução parcial aumenta o custo da transação em novos contratos. Logo, a tendência é de fuga ou de redução à constituição de novas Sociedades Anônimas, bem como de operações de fusões e incorporações envolvendo Sociedades Anônimas, porquanto, para os agentes econômicos (acionistas), é maior a expectativa de que o seu valor investido na Companhia possa ser apropriado por outro acionista que deserte primeiro."

Assim, a análise econômica da dissolução parcial de sociedade anônimas *intuitu personae* conforme a jurisprudência atual permite afirmar que a solução adotada aumenta a insegurança jurídica de acionistas, estimula a falta de colaboração entre as partes, representa incentivo a disputas societárias e sobretudo coloca em risco a estabilidade financeira das sociedades anônimas de capital fechado.

---

[10] LIMA JUNIOR, J. G. . Dissolução parcial de sociedade anônima: novo paradigma e a análise econômica. Revista Eletrônica de Estudos Jurídicos , v. 1, p. 165-183, 2008.

PROPOSTA INTERMEDIÁRIA À DISSOLUÇÃO PARCIAL.

A jurisprudência assentou que a quebra do *affectio societatis* é suficiente para permitir a dissolução parcial das sociedades anônimas de capital fechado que ostentam essa característica *intuitu personae* em observância ao princípio da Livre Associação e da Função Social da Empresa. Por outro lado, a investigação dos efeitos concretos desta interpretação à luz da teoria dos jogos leva à conclusão de que este modelo de solução de conflito entre acionistas promove a ineficiência de alocação dos recursos ao incentivar a falta de colaboração entre os acionistas, estimula comportamentos oportunistas e anti-isonômicos e coloca em risco à estabilidade financeira da companhia.

Desse modo, a intenção de promover a equidade deu lugar a tanto a inequidade e a ineficiência econômica, a ponto de suscitar dúvidas se a intervenção do poder judiciário criou mais malefícios que benefícios quando se considera os efeitos sobre as inúmeras relações societárias.

Nesse panorama, a convergência entre direito e economia é altamente desejável para solucionar esse tipo de problemática, viabilizando a compatibilização de composição de interesses de acionistas insatisfeitos sob a ótica da teoria econômica da promoção da alocação de recursos de modo eficiente, sobretudo em respeito a ordem jurídico-constitucional.

Adicionalmente, eventual alternativa que promova a solução de conflitos sem a intervenção do poder judiciário indubitavelmente apresenta custo de transação menor que via judicial do litígio judicial ou arbitral e, portanto, é mais eficiente sob a perspectiva econômica.

A despeito de a Lei das Sociedades Anônimas disciplinar as hipóteses em que o acionista pode exercer o direito de recesso a fim de promover equilíbrio entre os acionistas controladores e minoritários, parte da doutrina sustenta que a afeição entre os acionistas é indispensável para a consecução do objeto social da companhia e a ruptura desta justifica a sua dissolução parcial.

Nesse sentido, o professor Modesto Carvalhosa[11] sustenta que:

> "Não é apenas o interesse público que leva à construção pretoriana da dissolução parcial. Também têm interesse em salvar a companhia da dissolução os seus acionistas em maioria, que desejam conservá-la e, nela, a atividade empresarial.
> O princípio do interesse privado funda-se na constatação de que a dissidência de um sócio em minoria não desfaz a convergência do interesse dos demais na continuidade da companhia. Assim, no âmbito dos interesses dos acionistas, prevalece o princípio de que a dissidência de um deles não pode representar a morte da companhia, impondo-se, portanto, sua conservação, por razões públicas e privadas."

No mesmo sentido, Sergio Campinho[12] defende a possibilidade de dissolução parcial de sociedades anônimas de capital fechado consideradas *intuitu personae*:

> "Contudo, na hipótese de dissolução fundada no desaparecimento da affectio societatis, no âmbito das sociedades anônimas fechadas, não logramos encontrar óbices à adoção da parcial dissolução.
> Dir-se-á que a Lei nº 6.404/76, ao cuidar dos casos de dissolução, sempre pressupõe à dissolução integral da companhia (art. 206).
> Mas não se pode perder de vista que o Código Comercial, em seus artigos 335 e 336, ao tratar da dissolução das sociedades mercantis, adotou semelhante pressuposição.
> Foi, portanto, também dentro deste ambiente de rigor de nosso Código de Comércio, que em evolução indispensável à ciência jurídica, doutrina e jurisprudência foram sendo construídas no sentido de consagrar a dissolução parcial das sociedades de pessoas, com o escopo da preservação da empresa, em função de sua notória na importância no desenvolvimento econômico e social, como fonte geradora de mão de obra, tributos, bem e serviços para o mercado, o que consolida sua noção de geração de riquezas no mundo contemporâneo.
> Destarte, na hipótese específica de dissolução de uma sociedade anônima fechada, com traço nitidamente personalista, dissolução esta fundada na quebra da affectio societatis, pensamos ser plenamente aplicável o instituto da dissolução parcial, porquanto, em conciliação aos múltiplos interesses envolvidos, permite que o sócio dissidente se retire do empreendimento, mediante justo pagamento de seus haveres, sem que a sociedade e a empresa por ela desenvolvida sofram solução de continuidade, podendo permanecer com os sócios remanescentes."

No entanto, tem sido crescente a insatisfação da doutrina quanto ao modelo atual de dissolução parcial criado pela jurisprudência. A esse respeito, Fabio Ulhôa

---

[11] CARVALHOSA, Modesto. *Tratado de Direito Empresarial*, Vol. 3. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2016, p. 1167.

[12] CAMPINHO, Sérgio. *A dissolução da sociedade anônima por impossibilidade de preenchimento do seu fim.* In: Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, no. 3, p. 88-89.

Coelho[13] sustentou em artigo recente publicado na Revista do Advogado da AASP que:

> "Meu objetivo, neste artigo, é mostrar as deficiências do critério jurisprudencial e legal e apontar para um aspecto até agora negligenciado nas discussões sobre o assunto, inclusive no plano doutrinário, em que me parece se encontrar a chave para a questão. Proponho, em suma, que a sociedade anônima pode ser parcialmente dissolvida apenas quando não existir declaração de vontade do acionista que requer a dissolução parcial, de concordância com a sua participação numa sociedade deste tipo."

Do mesmo modo, Nelson Eizirik[14] é contrário a dissolução parcial das sociedades anônimas de capital fechado:

> "A companhia é, em princípio, uma sociedade de capitais, cujo intuito é o lucro, não tendo relevância as qualidades pessoais do acionista, mas apenas sua contribuição ao capital social*",* pontuando também que "as causas para dissolução são unicamente aquelas taxativamente previstas no dispositivo legal, que não cogita dissolução parcial", salientando que "a Lei das S.A. disciplina as hipóteses em que o acionista dissidente pode retirar-se da companhia, mediante o exercício do direito de recesso"

À toda evidência, eventual mecanismo de solução de conflito que conseguisse equacionar a dissolução parcial de sociedade anônima de capital fechado *intuitu personae* sem que isso promovesse a descapitalização da sociedade, instigasse a falta de colaboração entre os acionistas, reduzisse a assimetria entre os acionistas e representasse benefício de um acionista em detrimento do outro, reuniria todas as condições de superar as desconfianças quanto ao modelo atual.

É inequívoco que a maior disfuncionalidade do modelo atual decorre da falta de segurança jurídica. A insegurança jurídica é o que acentua o risco decorrente da assimetria de informações e estimula a falta de colaboração entre os acionistas. Estes elementos seriam mitigados se fosse possível restringir a dissolução parcial apenas as hipóteses em que os acionistas tivessem condições de avaliar os riscos a que sujeitariam ao se vincular a sociedade.

---

[13] A dissolução parcial das sociedades anônimas – Da jurisprudência do STJ ao CPC, Coelho, Fabio Ulhoa, Revista do Advogado AASP, ano XXXIX, n. 141, abril de 2019.

[14] Eizirik, Nelson, a Lei das S/A Comentada. 2001. São Paulo. Quartier Latin. vol. III, p. 161/162

Desse modo, condicionar a dissolução parcial da sociedade anônima *intuitu personae* à autorização estatutária tem o potencial de mitigar comportamentos oportunistas e funciona como incentivo a colaboração entre os acionistas, considerando que a segurança jurídica decorrente da previsão estatutária favorece a união de esforços entre os acionistas para alinhar as expectativas quanto ao futuro da companhia.

Adicionalmente, ao condicionar a dissolução parcial à existência de previsão estatutária nesse sentido obriga os acionistas a deliberarem sobre critérios de pagamento de haveres em consonância com a capacidade financeira da companhia, o que mitiga o risco de descapitalização da sociedade sobretudo em períodos de investimentos intenso de capital para atingir o fim social da sociedade.

Não obstante, a restrição de dissolução parcial à previsão estatutária prestigiaria a vontade dos acionistas ao constituir aquela sociedade segundo o tipo societário eleito para viabilizar a alocação de capitais para o fim pretendido, em obséquio ao direito a Livre Associação a ser interpretado de modo amplo, compreendendo as circunstancias que levaram os acionistas a se vincularem em torno da sociedade, assumindo a premissa que dificilmente alguém assume risco de se vincular a algo ou a alguém se soubesse que o outro descumpriria o compromisso firmado no ato de associação.

Em que pese a falta de previsão estatutária de dissolução parcial da imensa maioria das sociedades anônimas *intuitu personae,* é plenamente admissível que, se assim desejaram, os acionistas levem à assembleia geral ou extraordinária a deliberação de reforma do estatuto social da companhia segundo as regras dos artigos 135 e 136 da LSA com a finalidade de permitir dissolução parcial da sociedade.

Assim, a interpretação de restringir a dissolução parcial das sociedades anônimas de capital fechado *intuitu personae* apenas às sociedades que a autorizarem em seus estatutos decorre exatamente da conjugação dos princípios da Função Social da Empresa, da Livre Associação e da Intervenção Mínima nas

relações privadas introduzido pela Lei e Liberdade Econômica[15] à luz da racionalidade econômica de máxima eficiência na alocação de recursos.

Nessa perspectiva, é importante acrescentar que a simples reorientação de jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça nesse sentido com a adoção desta interpretação jurídica dos princípios que norteiam as sociedades anônimas e a relação entre os acionistas é suficiente para fomentar a alocação eficiente dos recursos, neutralizando os impactos deletérios que a interpretação abstrata dos princípios aplicáveis à espécie causou nas relações societárias.

Portanto, a revisão da interpretação vigente quanto à possibilidade indiscriminada de dissolução parcial de sociedade anônimas de capital fechado *intuito personae* substituindo-a por interpretação jurídica que estimule a colaboração entre as partes interessadas em vez de incentivar o comportamento oportunista pode restaurar a segurança jurídica que permeava este importante tipo societário sem abandonar o espírito de equilíbrio entre as pretensões de acionistas retirantes e remanescentes e da estabilidade financeira da companhia.

[15] Artigo 2º da lei 13.874/2019: São princípios que norteiam o disposto nesta Lei: (...) III - a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas.

CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho se buscou demonstrar que a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça a respeito da dissolução parcial das sociedades anônimas representou mudança profunda nas relações societárias brasileiras.

A jurisprudência, a pretexto de assegurar os princípios da Livre Associação e da Função Social da Empresa, passou a admitir o emprego de instituto de dissolução parcial até então exclusivo das sociedades contratuais às sociedades anônimas de capital fechado, quando a sociedade dissolvenda apresentar característica *intuitu personae* e o vínculo de afeição entre os acionistas denominado de *affectio societatis* vier a ser rompido por qualquer das partes.

A partir dos precedentes judiciais a respeito da dissolução parcial e da metodologia a ser empregada para apurar os haveres do acionista retirante, os acionistas remanescentes, a companhia e respectivos credores perderam a segurança jurídica inerente a este tipo societário, assim como representa mecanismo ineficiente de alocação de recursos sob a ótica da análise econômica do direito.

Essa conclusão é constada a partir da análise dos efeitos da jurisprudência às relações societárias à luz da teoria dos jogos que releva a probabilidade de a dissolução parcial de sociedade anônima de capital fechado *intuitu personae* acentuar a falta de colaboração entre os sócios, em razão da assimetria de informações inerente a qualquer processo de tomada de decisão, instaurando ambiente de desconfiança tendente a aumentar o conflito entre acionistas, incentivando o aumento de disputas societárias, o que coloca em risco a estabilidade da companhia.

Igualmente, a análise econômica do direito permite inferir que os preceitos invocados do Livre Associação e Função Social da Empresa utilizados para fundamentar a permissão de dissolução parcial de sociedade anônima foram deveras vulnerados, a partir da conclusão de que a dissolução parcial irrestrita coloca em risco à estabilidade das companhias e desvirtua o principio da Livre Associação.

Com essa perspectiva, a interpretação dos princípios da Livre Associação e a da Função Social da Empresa à luz da análise econômica do direito permitiu a formulação de solução alternativa à interpretação jurisprudencial atual sugerindo a restrição das hipóteses de dissolução parcial das sociedades anônimas de capital fechado *intuitu personae* à existência de previsão nesse sentido no estatuto social da companhia, considerando que essa alternativa proporciona a restauração da segurança jurídica e promove o equilíbrio entre os interesses dos acionistas e a estabilidade financeira da companhia.

Esse resultado é possível a partir da revisão da jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça substituindo a interpretação atual por interpretação intermediária que equacione a vontade dos acionistas retirantes e remanescentes em atenção ao princípio da Função Social da Empresa e o direito a Livre Associação interpretado de modo amplo, contemplando a vontade e as circunstancias que fizerem os acionistas a se vincularem em torno da companhia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

STJ, 3ª Turma, AgRg no Ag nº 34.120-SP, Rel. Min. Dias Trindade, j. 26/4/1993, DJ de 14/6/1993)

STJ, Quarta Turma, AgInt nos EDcl no REsp **1459156** / SP, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, Dje 10/09/2019

STJ, Terceira Turma, REsp 1335619 / SP, Rel. Nancy Andrighi, Dje DJe 27/03/2015

Sztajn, Rachel, 2014, A incompletude do contrato de sociedade, disponível no sitio eletrônico http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67626/70236

Cooter, Robert and Ulen, Thomas, "Law and Economics, 6th Edition" (2016), Berkley Law Books. Book 2

LIMA JUNIOR, J. G. Dissolução parcial de sociedade anônima: novo paradigma e a análise econômica. Revista Eletrônica de Estudos Jurídicos, v. 1, p. 165-183, 2008

CARVALHOSA, Modesto. *Tratado de Direito Empresarial*, Vol. 3. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2016, p. 1167

CAMPINHO, Sérgio. *A dissolução da sociedade anônima por impossibilidade de preenchimento do seu fim.* In: Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, no. 3, p. 88-89

Coelho, Fabio Ulhoa, A dissolução parcial das sociedades anônimas – Da jurisprudência do STJ ao CPC, Revista do Advogado AASP, ano XXXIX, n. 141, abril de 2019

Eizirik, Nelson, a Lei das S/A Comentada. 2001. São Paulo. Quartier Latin. vol. III, p. 161/162