

**UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA “JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
FACULDADE DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS**

JÚLIO CÉSAR DE LIMA RIBEIRO

**ABERTURA DE CAPITAL COMO ESTRATÉGIA DE GESTÃO JURÍDICA E
FINANCEIRA DE EMPRESAS DO SETOR SUCROALCOOLEIRO**

FRANCA

2011

JÚLIO CÉSAR DE LIMA RIBEIRO

**ABERTURA DE CAPITAL COMO ESTRATÉGIA DE GESTÃO JURÍDICA E
FINANCEIRA DE EMPRESAS DO SETOR SUCROALCOOLEIRO**

Dissertação apresentada à Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, como pré-requisito para obtenção do Título de Mestre em Direito. Área de Concentração: Sistemas Normativos e Fundamentos da Cidadania.

Orientador: Prof. Dr. Alfredo José dos Santos

Co-orientador: Prof. Dr. Luiz Antônio Soares Hentz

FRANCA

2011

Ribeiro, Júlio César de Lima

Abertura de capital como estratégia de gestão jurídica e financeira de empresas do setor sucroalcooleiro / Júlio César de Lima Ribeiro. –Franca : [s.n.], 2011
185 f.

Dissertação (Mestrado em Direito). Universidade Estadual Paulista. Faculdade de Ciências Humanas e Sociais.

Orientador: Alfredo José dos Santos

Co-orientador: Luiz Antonio Soares Hentz

1. Sociedade Anônima – Capital aberto – Setor sucroalcooleiro.
2. Direito societário. I. Título

CDD – 342.22

JÚLIO CÉSAR DE LIMA RIBEIRO

**ABERTURA DE CAPITAL COMO ESTRATÉGIA DE GESTÃO JURÍDICA E
FINANCEIRA DE EMPRESAS DO SETOR SUCROALCOOLEIRO**

Dissertação apresentada à Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, como pré-requisito para a obtenção do título de Mestre em Direito. Área de Concentração: Sistemas Normativos e Fundamentos da Cidadania.

BANCA EXAMINADORA

Presidente: _____

Prof. Dr. Luiz Antônio Soares Hentz

1º Examinador: _____

2º Examinador: _____

Franca, _____ de _____ de 2011.

Dedico aos meus pais Júlio César e Maria Ignácia.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por iluminar meu caminho.

Ao meu pai, pelo incondicional arrimo e à minha mãe pela paciência irrestrita.

À toda minha família, por todo o apoio; em especial ao meu avô José Adair Ribeiro, que durante a elaboração deste trabalho deixou de nos acompanhar fisicamente.

Ao meu orientador, Professor Doutor Alfredo José dos Santos, por ter acreditado neste trabalho, pela amizade e pelas importantes lições acadêmicas e de vida.

Ao meu co-orientador Professor Doutor Luiz Antônio Soares Hentz, pela confiança em mim depositada e por me aceitar, por mais uma vez, para orientação.

À Professora Doutora Yvete Flávio da Costa, pelo apoio e pela amizade cultivada ao longo dos últimos anos.

À Marcelly Fuzaro Gullo, pela cumplicidade e pelo carinho inerentes; e, em especial, pela paciência e incentivo, que contribuíram substancialmente para a confecção deste trabalho.

Aos funcionários do Curso de Pós-Graduação e da Biblioteca da UNESP, pela paciência e dedicação, durante toda a empreitada.

A todos os meus amigos, que participaram dessa importante fase da minha vida, com fundamentais manifestações de estímulo e confiança.

RIBEIRO, Júlio César de Lima Ribeiro. **Abertura de capital como estratégia de gestão jurídica e financeira de empresas do setor sucroalcooleiro**. 2011. 185 f. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, Franca, 2011.

RESUMO

Este estudo busca identificar a sociedade anônima aberta como um modelo societário propício à formação jurídica, organização e capitalização de empreendimentos do setor sucroalcooleiro. O estudo foca este setor específico da economia brasileira, em função de sua acentuada importância no cenário econômico mundial, do intenso crescimento, nas últimas décadas da demanda por açúcar, etanol e álcool anidro (em especial no que tange a esses combustíveis renováveis), bem como, em razão das mudanças administrativas e estruturais que vêm sendo aplicadas ultimamente nas empresas do setor. Nessa conjuntura, a pesquisa busca demonstrar como se organizam, atualmente, os diferentes agentes econômicos do setor e quais as principais estratégias aplicadas no sentido de se capitalizarem e, assim, promoverem medidas de reorganização administrativa e estrutural. Sob essas premissas, o estudo sugere a formação jurídica das sociedades anônimas abertas, como um modelo viável para a organização de empreendimentos sucroalcooleiros que reúnam condições de experimentarem um potencial crescimento econômico, a partir da capitalização e da integração empresarial com outros empreendimentos relacionados ao setor. Para tanto, propõe-se a revelar os procedimentos necessários para a abertura de capital, especialmente quanto à reorganização societária, contratações de assessorias, realização de registros, comunicação e aprovação dos órgãos governamentais, bem como aqueles demandados quando da realização de oferta de ações, debêntures e demais valores mobiliários a serem negociados no mercado de capitais. Na mesma conjuntura focaliza as implicações decorrentes do processo de abertura de capital e as principais dificuldades enfrentadas pelos empreendedores que lançam mão dessa empreitada ou que almejam uma reestruturação jurídica no sentido da abertura de capitais. Enfim, com base nesses levantamentos, procura-se remeter todos esses conteúdos à realidade do setor sucroalcooleiro, de modo a se destacar as principais vantagens decorrentes da efetivação do processo e as possibilidades que os empreendimentos reorganizados sob a estrutura das sociedades anônimas abertas passam a visualizar a partir de então.

Palavras chave: setor sucroalcooleiro. abertura de capital. sociedade anônima aberta ou de capital aberto. capitalização. estruturação.

RIBEIRO, Júlio Cesar de Lima Ribeiro. **Flotation of shares as a strategy for legal and financial management of companies in the sugar and alcohol sector.** 2011. 185f. Dissertation (Master in Business Law) - College of Humanities and Social Sciences, Universidade Estadual Paulista “Julio de Mesquita Filho”, Franca, 2011.

ABSTRACT

This study intends to identify the publicly traded companies as a corporate model propitious to capitalize, to legally format and to organize the assets of the sugar and alcohol sector. This study focuses on this specific sector of the Brazilian economy due to its accented importance on the global economy to its intense increase in the last decades on the demand for sugar, ethanol and anhydrous ethanol (particularly regarding these renewable fuels) as well as to the administrative and to the structural modifications that have been lately applied in its companies. Considering this juncture, this research intends to show how the different economic agents of the sector are organize, nowadays, and which the main strategies are applied in order to capitalize and, therefore, promote measures of administrative and of structural reorganization. Under these assumptions, the study proposes the legal formatting of the publicly traded companies as a viable model to the organization of the sugar and alcohol sector that gather conditions to experience an economic growth based on the capitalization and on the integration with other assets related to the sector. For that purpose, it aims to reveal the necessary procedures for initial public offerings, especially regarding the approval of government agencies, conducting legal records, corporate reorganization, hiring of consultancy, as well as the procedures demanded when issuance of debentures, stock offers and other securities offering to be traded on the capital market. It focuses on the implications of the initial public offering process and the main difficulties faced by the entrepreneurs who intend to apply the legal restructuring towards the flotation of shares. Finally, based on these surveys, this study tries to refer all these contents to the reality of this sector in order to emphasize the main advantages of the flotation of shares and of the possibilities that the companies under the new reorganized structure are expected to face thereafter.

Keywords: sugar an alcohol sector. flotation of shares. joint stock company. capitalization. reorganization.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	09
CAPÍTULO 1 O SETOR SUCROALCOOLEIRO	13
1.1 Histórico do Setor Sucroalcooleiro	15
1.2 Influência do Estado na Construção das Bases do Setor Sucroalcooleiro	18
1.3 Importância do Setor Sucroalcooleiro no Cenário Mundial	25
1.4 Alterações Administrativas e Estruturais de Empresas do Setor Sucroalcooleiro	31
CAPÍTULO 2 A SOCIEDADE ANÔNIMA COMO INSTRUMENTO DE CAPITALIZAÇÃO E INTEGRAÇÃO EMPRESARIAL	38
2.1 A Sociedade Anônima Aberta como Modelo Societário	38
2.2 Abertura de Capital como Estratégia Jurídico Empresarial	49
2.2.1 Abertura de Capital como Instrumento de Capitalização do Empreendimento	52
2.2.1.1 <i>Ações</i>	58
2.2.1.2 <i>Debêntures</i>	65
2.2.1.3 <i>Commercial Papers ou Notas Promissórias</i>	69
2.2.1.4 <i>Outros instrumentos</i>	72
2.2.2 Abertura de Capital como Instrumento Facilitador da Integração Empresarial	79
2.2.3 Outras Vantagens Decorrentes da Abertura de Capital.....	86
2.3 Processo de Abertura de Capital.....	88
2.3.1 Caracterização Jurídica do Processo de Abertura.....	90
2.3.2 Efeitos do Processo – Implicações e Benefícios	100
CAPÍTULO 3 FORMAS ORGANIZACIONAIS E INSTRUMENTOS DE CAPITALIZAÇÃO DA ATIVIDADE ECONÔMICA SUCROLACOLEIRA	107
3.1 Caracterização dos Agentes Econômicos do Setor Sucroalcooleiro	108
3.1.1 Empresários Rurais, Empresários Individuais e Famílias	112
3.1.2 Cooperativas	117
3.1.3 Sociedades empresariais	121
3.1.3.1 <i>Sociedades Limitadas</i>	125
3.1.3.2 <i>Sociedades Anônimas</i>	128

3.1.4 Grupos de Sociedades e Sociedade <i> Holding</i>	131
3.1.5 Consórcios de Sociedades	136
3.1.6 <i> Joint Ventures</i>	138
3.2 Estratégias de Capitalização da Atividade Sucroalcooleira	141
3.2.1 Internalização de Lucros.....	144
3.2.2 Financiamento Junto ao Setor Financeiro	146
3.2.3 Indústria do Capital de Risco – <i> Venture Capital e Private Equity</i>	148
3.2.4 Emissão de Títulos no Mercado de Capitais	151
CAPÍTULO 4 ABERTURA DE CAPITAL COMO ESTRATÉGIA PARA O FOMENTO	
DE EMPRESAS DO SETOR SUCROALCOOLEIRO.....	154
4.1 Dificuldades para a Abertura de Capital de Empresas do Setor Sucroalcooleiro.....	155
4.2 Efeitos da Implantação da Estratégia de Abertura de Capital no Setor	
sucroalcooleiro	163
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	173
REFERÊNCIAS	178

INTRODUÇÃO

O setor sucroalcooleiro, desde a época da colonização, ocupa posição de destaque no cenário econômico brasileiro. Atualmente, entretanto, essa importância aumentou consideravelmente, de modo a impulsionar os empreendimentos sucroalcooleiros a um inevitável e positivo crescimento econômico, tanto na esfera nacional quanto internacional. Essa acentuada ascensão, importa considerar, registra-se principalmente em função de dois fatores. Inicialmente, em decorrência do aumento da demanda em nível mundial pelo açúcar derivado da cana-de-açúcar, o que situa o Brasil como um dos principais produtores mundiais dessa *commodity*, bem como em virtude do significativo progresso da utilização do etanol e álcool anidro como fontes energéticas. A ampliação da utilização desses combustíveis, anote-se, decorre principalmente da difusão, nas últimas décadas, de políticas voltadas à preservação do meio-ambiente, da instabilidade que sempre se registrou no mercado de comercialização do petróleo e do recente desenvolvimento de tecnologias para a utilização desses combustíveis de forma mais vantajosa. Desse modo, o setor sucroenergético, que já ocupava espaço destacado no cenário econômico nacional, recentemente vem experimentando um crescimento ainda maior, além de ganhar cada vez mais a atenção dos agentes econômicos em nível mundial.

Os diferentes empreendimentos do setor passaram, então, no intuito de acompanhar essa tendência, a investir em suas respectivas estruturas, em vias de buscar atender a acentuada demanda por açúcar e álcool combustível, bem como para crescer estruturalmente e aumentar sua respectiva lucratividade. Nesse sentido, observaram-se mudanças nas empresas, principalmente de duas diferentes ordens. A primeira, de ordem administrativa, referente à organização e à melhoria de gestão dos empreendimentos, que se reflete, na reestruturação jurídica das sociedades, na profissionalização de gestores e funcionários, entre várias outras mudanças. A segunda, por outro lado, de ordem estrutural, relativa à otimização da produção, envolvendo, entre diversas medidas, a aquisição de novas unidades produtivas, a mecanização das diversas fases de processamento de seus subprodutos, a aplicação de novas técnicas voltadas ao melhor aproveitamento da matéria prima e a agregação de valor aos produtos e ao investimento em tecnologia. Não obstante, referentemente a ambas as ordens de mudanças, observaram-se também alterações relacionadas à preservação ambiental e à busca pela sustentabilidade das empresas do setor, em vias de se atender as exigências da comunidade internacional e de se adequar o setor às premissas pregadas ou fixadas por ele próprio, já que

têm, como um de seus objetivos, viabilizar a substituição de combustíveis fósseis por renováveis e, conseqüentemente, menos prejudiciais ao meio-ambiente.

Ocorre que, para realização de todas essas mudanças, sejam de ordem administrativa, estrutural ou, ainda, relacionadas à implantação de técnicas voltadas à sustentabilidade, as empresas precisam de grandes capitais para a consecução de projetos nesse sentido. Desse modo, observou-se, também, paralelamente e em função das diferentes alterações que vêm sendo registradas no setor, a busca, pelos agentes econômicos sucroalcooleiros, de formas de capitalização e financiamento de projetos relacionados à sua ascensão e ao desenvolvimento de suas atividades.

Nessa tessitura, dentre as alternativas de financiamento das empresas do setor, visualiza-se a internalização de lucros, cuja factibilidade é bastante distante da realidade dos empreendimentos brasileiros ou, então, a busca de capital de terceiros. Nessa modalidade de resapamento de capital, revelaram-se como viáveis ao setor e vêm sendo substancialmente implementadas pelos empreendedores do setor, a busca de crédito junto ao setor financeiro, com a formalização de contratos de concessão de crédito junto a instituições financeiras dispostas a propiciar o crescimento das empresas do setor ou, ainda, a busca pelo capital de risco. Modalidade relativamente recente de aceção de crédito, o capital de risco vem sendo implantado cada vez de forma mais assente no cenário econômico nacional. Por meio dessa prática, torna-se possível a injeção de capital de forma direta nos empreendimentos, através do *capital semente*, do *venture capital* ou do *private equity*, provenientes de investidores que passam a participar da administração do empreendimento e da condução das atividades, com o propósito de o conduzirem ao crescimento ou aumento da lucratividade.

Tanto no setor financeiro quanto perante a indústria do capital de risco, a busca de capital pelas empresas do setor sucroalcooleiro vem sendo, como será demonstrado, maciçamente utilizada e, guardadas as particularidades de cada uma dessas modalidades de captação de recursos, ambas podem propiciar a ascensão almejada pelos agentes econômicos por traz dos negócios do setor. Entretanto, existe outra forma muito viável e extremamente interessante para financiar e, além disso, propiciar o crescimento de qualquer empreendimento com possibilidade de ascensão, das mais variadas áreas e setores econômicos; qual seja, a busca de crédito junto ao mercado de capitais, que, destaque-se, ainda vem sendo pouco explorada pelos agentes econômicos do setor sucroalcooleiro.

Com efeito, para que os empreendimentos do setor se insiram nesse mercado, necessária sua reestruturação jurídica, para que se revistam do modelo societário das sociedades anônimas abertas e, assim, habilitem-se a praticar o que se nomina de “abertura de

capital”, ou seja, emitindo-se ações, debêntures e outros valores mobiliários para operarem no mercado de capitais e, assim, capitalizar-se. Todavia, como se pontuou, o setor está em constante e vigorosa ascensão e grande é o seu destaque no cenário econômico nacional e internacional. Ademais, os diferentes empreendimentos do setor vêm experimentando um crescimento acentuado já há algumas décadas, de modo que, muitos deles, principalmente em virtude do fenômeno concentracionista, marcado por fusões, incorporações, aquisições, formações de grupos, cooperativas, entre diversos outros tipos de conglomerados e parcerias, já assumem proporções consideráveis e, conseqüentemente, grande influência econômica em seus respectivos âmbitos de atuação. Nesse sentido, viável e extremamente factível torna-se a abertura de capital desses empreendimentos, para oportunar, desde logo, sua participação no mercado de capitais.

A esse respeito, muito embora ainda incipientes as iniciativas de empreendimentos do setor que já abriram o capital ou que manifestaram publicamente intenções no sentido de se reestruturar, para empreender a abertura, verdade é que essa alternativa pode se revelar como uma opção extremamente viável ao aumento das estruturas e da importância econômica dos envolvidos. Nessa esteira, é justamente nesse ponto que se revela o principal objetivo deste estudo, qual seja, o de demonstrar, dentre as diversas formas de capitalização e organização jurídica de empreendimentos do setor sucroalcooleiro, a modalidade societária das companhias ou sociedades anônimas, como um instrumento que propicie seu crescimento físico e econômico na esfera de seu respectivo ambiente de atuação.

Utilizando-se dos métodos histórico-dedutivo, busca-se, por meio do presente estudo, colocar em pauta a atual importância do setor sucroalcooleiro, a sociedade anônima e o processo de abertura de capital, as formas como se organizam e se capitalizam as empresas do setor sucroalcooleiro e, por fim, as dificuldades e os efeitos da implantação da estratégia da abertura de capital neste importante setor da economia brasileira.

Nesse sentido, inicialmente, demonstram-se quais são as bases do setor sucroalcooleiro, de modo a apontar, historicamente, como se desenvolveu desde a sua implantação no território nacional e qual a influência do governo, no sentido de propiciar a fixação de suas bases atuais. Ainda nessa linha, necessário sejam destacadas a importância atual do setor e os motivos em razão dos quais recebe atenções dos agentes econômicos internacionais, bem como sejam demonstradas, de forma pormenorizada, quais as mudanças que vem sofrendo com o fito de atender a demanda por seus subprodutos; demanda essa que cresceu consideravelmente nas últimas décadas.

Em sequência, imprescindível que se demonstre a viabilidade da sociedade anônima aberta ou de capital aberto, como modelo societário, de modo a se destacar os principais pontos que a diferenciam dos demais modelos societários. Nessa esteira, é válido, também, que se demonstrem quais os motivos que levam um empreendimento a optar pela abertura de capital, com destaque à capitalização, apontando-se os principais títulos emissíveis pelas companhias, incluindo-se a possibilidade de integração empresarial como estratégia das sociedades anônimas abertas ou de capital aberto, além de outros pontos que estimulam os empreendimentos nessa empreitada. Ainda a esse respeito, necessário que se identifique como se viabiliza o processo de abertura de capital, com as diversas fases procedimentais, até a oferta dos títulos emitidos por força da abertura, abrangendo considerações sobre quais são os respectivos efeitos de tal proceder.

Para que se questione sobre a possibilidade de abertura nos empreendimentos do setor sucroalcooleiro, importante, nessa tessitura, que se destaquem, de forma pormenorizada, os diferentes agentes econômicos que atuam na produção e comercialização do açúcar, do álcool combustível e da cachaça, para que se visualize quais poderiam se valer da abertura de capital, como forma de reorganização societária, crescimento e ascensão econômica. Além disso, salutar, em virtude do foco desse estudo, que se destaquem, em sequência, as diferentes formas, além da negociação de ações e valores mobiliários no mercado de capitais, por meio das quais esses diferentes agentes econômicos se capitalizam para, assim, efetivarem as mudanças que vêm sendo registradas no setor.

Por fim, uma vez demonstrada a viabilidade da abertura de capital em empreendimentos do setor sucroalcooleiro, como será delineado ao longo de toda a estrutura deste estudo, é válido que se apontem os principais desafios enfrentados pelos empreendedores deste segmento, para oportunizar a opção de aplicação dessa alternativa. Além disso, como forma de se estimular e ressaltar a viabilidade dessa opção, como estratégia de capitalização e crescimento dos agentes econômicos do setor sucroalcooleiro, importante que se tracem algumas considerações acerca das principais vantagens decorrentes da abertura de capital, para esses empreendimentos.

Como objetivo final, espera-se contribuir com a maior aplicação dessa via de organização societária, que pode se revelar uma verdadeira estratégia para a condução de diferentes agentes econômicos nacionais, em especial do setor sucroalcooleiro, como aqui se destaca, cujas possibilidades de ascensão estrutural e econômica vêm crescendo significativamente nas últimas décadas.

CAPÍTULO 1 O SETOR SUCROALCOOLEIRO

O setor sucroalcooleiro está em foco atualmente em função de dois fatores que, em conjunto, posicionam o Brasil como um dos maiores produtores e exportadores de açúcar e etanol do mundo; quais sejam: as condições climáticas favoráveis ou, até, no caso de algumas regiões, perfeitamente propícias ao cultivo da cana-de-açúcar e, concomitantemente, a elevada demanda, em nível mundial, dos derivados da produção do setor. Ocorre que, recentemente, outros importantes fatores, que despontaram nas últimas décadas, vêm modificando positivamente as diretrizes que antes conduziam a produção deste setor agroindustrial. Nessa esteira, esses fenômenos vêm contribuindo para colocar a indústria da cana-de-açúcar em uma evidência ainda maior do que aquela registrada desde a sua inserção no território brasileiro e, por consequência, para majorar em grandes proporções sua importância, tanto no cenário econômico brasileiro quanto mundial.

Entre esses fatores registram-se com destaque a diminuição da produção de açúcar através da beterraba (em países que ofereciam concorrência para o produto brasileiro – como é caso de países da União Europeia), o que aumenta a demanda pelo açúcar brasileiro, produzido por meio da cana-de-açúcar; a recente preocupação, em nível mundial, com a proteção do meio ambiente (o que coloca os combustíveis renováveis como melhores alternativas em relação aos combustíveis fósseis); os custos elevados para a extração dos combustíveis fósseis (tais como o petróleo, que envolve a pesquisa de novas reservas, a construção de plataformas e a perfuração de lugares de difícil acesso), além da série de conflitos e a corrente instabilidade política, que envolvem os países com maiores reservas de petróleo (principalmente na região do Oriente Médio e em países como a Venezuela), o que dificulta a comercialização deste produto e aponta para a busca de alternativas a esta fonte energética; além das recentes e inovadoras tecnologias envolvendo a utilização do etanol e outros biocombustíveis, tais como o desenvolvimento dos motores *flexfuel* que propiciam a utilização tanto de combustíveis fósseis, como renováveis, inclusive simultaneamente.

O setor sucroalcooleiro, portanto, muito embora já esteja posicionado, há muito tempo, com destaque no cenário econômico nacional, vem sofrendo nas últimas décadas um crescimento ainda maior. Nesse sentido, novas mudanças vêm sendo aplicadas com o propósito de acompanhar esta ascensão e a sua principal consequência, qual seja, o aumento da demanda do mercado. A esse respeito, novos estudos relacionados às técnicas produtivas, ao reaproveitamento do material descartado durante a produção e ao desenvolvimento de novas fontes de energia geradas a partir de seus derivados, além da capacitação dos

profissionais relacionados à cadeia produtiva e, inclusive, à administração das empresas do setor, vêm sendo aplicados por seus agentes.

Todo esse esforço, portanto, vem sendo despendido em larga escala pelos produtores, em vias de otimizar as diversas fases da cadeia produtiva e, conseqüentemente, de acompanhar as tendências recentemente registradas para o setor, em nível mundial. No entanto, os empreendedores sucroalcooleiros - para adequada aplicação das novas técnicas que vêm sendo desenvolvidas, objetivando a capacitação dos profissionais que acompanham cada fase da cadeia produtiva e, ainda, para ampliação e otimização da produção, além de outras barreiras a serem enfrentadas na busca pelo crescimento - precisam de capital para dar andamento a tantas novas alternativas e projetos.

Entre as diversas formas de reunião de capital, tais como, por exemplo, a internalização de lucros, a formalização de contrato de concessão de crédito com instituições financeiras ou a aceção de capital por meio da indústria do capital de risco, por meio do *venture capital* e do *private equity*, conforme mencionado em ponto introdutório, destaca-se uma alternativa ainda pouco implementada pelas empresas do setor, cujas vantagens se defendem por meio deste estudo; alternativa esta, qual seja, reitere-se, a abertura de capital. Por meio desta estratégia jurídica, como se pretende demonstrar, é possível visualizar-se a reunião do capital necessário para a realização de novos projetos, a colocação da empresa em evidência no mercado e em contato com os investidores, além de trazer outros benefícios, que certamente conduzem a empresa ao almejado crescimento e, conseqüentemente, a encontrar melhores condições de atender o aumento da demanda de mercado.

Para que se demonstre a funcionalidade desta via, no sentido de propiciar o crescimento do setor sucroalcooleiro e as alternativas que podem ser viabilizadas com a sua implantação, importa, primeiramente, sejam traçadas algumas considerações importantes relativas ao modo como atualmente funciona e é administrado o setor sucroalcooleiro em território nacional. Nessa tessitura, importante que se aponte, ainda que de maneira geral, a evolução histórica do cultivo da cana-de-açúcar e a forma como foi se estruturando o empresariado do setor, os incentivos governamentais que contribuem ou que, de certa forma, já contribuíram para a sua formação, a posição que os derivados da produção vem alcançando em nível mundial, de forma a colocar a indústria da cana-de-açúcar em grande destaque, bem como as novas técnicas que vêm sendo desenvolvidas, para propiciar a otimização da produção e o atendimento da demanda internacional pelo açúcar, etanol e demais produtos derivados da cana-de-açúcar.

1.1 Histórico do Setor Sucroalcooleiro

O foco que se mostra importante para este estudo, no que se refere à evolução histórica do setor sucroalcooleiro, limita-se ao modo como cresceu a demanda pelos derivados da produção canavieira ao longo dos últimos séculos, bem como à forma como se estabeleceram e se firmaram suas bases organizacionais. Com esta breve, porém, importante análise, será possível visualizar o modo como o destaque ao setor foi aumentando ao longo dos últimos séculos e quais as diretrizes que o vêm impulsionando para merecer o crescimento registrado ultimamente.

A indústria canavieira é tão antiga quanto a formação do Brasil, como Estado Nacional, pois foi introduzida, no século XVI, logo quando das primeiras investidas de Portugal nas terras recém descobertas, durante o período colonial. Em verdade, as primeiras mudas de cana-de-açúcar foram trazidas ao Brasil, para que o governo português pudesse testar, nas novas terras, a viabilidade do cultivo da matéria-prima necessária para a produção de açúcar; iguaria que, na época, era escassa e valiosa no continente Europeu, devido à incompatibilidade das condições climáticas daquela região, para com as exigidas em sua produção.

A experiência portuguesa, assim como esperado, teve sucesso e o cultivo, financiado por investidores estrangeiros (principalmente portugueses, flamengos e italianos)¹, veio a se instalar inicialmente nas capitanias de Pernambuco e Bahia, mais próximos dos centros de importação europeus. Com os grandes lucros gerados, a cultura se expandiu ao longo do território brasileiro, na medida em que se dava a colonização, vindo a se estabelecer no Estado de São Paulo (outrora capitania de São Vicente) – que apresentou e ainda apresenta as melhores condições climáticas para o seu cultivo – com a instalação do Engenho dos Erasmos, do governador-geral Martim Afonso de Souza. Nessa época, que ficou conhecida como “ciclo da cana-de-açúcar”, o desenvolvimento da cana-de-açúcar teve tanto sucesso que chegou a tornar o Brasil, por um longo período, o maior produtor e exportador mundial de açúcar.

Esta posição, entretanto, perdurou somente até meados de 1830, quando o país, dado o acentuado atraso tecnológico e a concorrência com o açúcar extraído da beterraba chegou a atingir a quinta posição no ranking de produtores mundiais, detendo somente 8% da produção

¹ PEDROSO JUNIOR, Roberto. **Arranjos institucionais na agricultura brasileira: um estudo sobre o uso de contratos no sistema agroindustrial sucroalcooleiro da região centro-sul**. 2008. 173f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. p. 71.

em escala global². Essa queda na importância do Brasil na produção de açúcar se dava em virtude do elevado atraso tecnológico da indústria nacional e, concomitantemente, em razão da concorrência com o açúcar extraído de outros produtos, que dificultavam a comercialização do açúcar brasileiro internacionalmente. Os produtores, portanto, viam-se obrigados a se concentrarem no mercado interno, que, não obstante a grande extensão do território nacional, não absorvia a totalidade do que então se produzia.

Nessa conjuntura, em 1933, o governo criou o Instituto do Açúcar e do Alcool (IAA), que previa o controle da produção, a implantação e a expansão da produção de álcool, a ampliação e a modernização tecnológica do setor, assim como o aumento no volume das exportações brasileiras de açúcar³. A criação deste órgão representou a primeira iniciativa do governo em vias de incentivar o crescimento do setor sucroalcooleiro e estimular os produtores a se organizarem com o escopo de adotarem práticas voltadas ao equilíbrio da produção e ao desenvolvimento das técnicas produtivas.

Ainda que esse passo histórico não tenha refletido de forma positiva imediatamente após a criação do IAA, as inovações trazidas foram fundamentais para a fixação das bases do setor sucroalcooleiro atual, pois a produção, até então, era desorganizada e contava com alta defasagem tecnológica, o que contribuía consideravelmente como dificuldade no sentido de se vencer a concorrência internacional. Nesse sentido, não obstante o avanço administrativo do setor, a crise no escoamento da produção perdurou até o início da década de 70, momento até o qual permanecia a tenaz divergência entre a quantidade produzida e a absorção pelo mercado, tanto interno quanto em nível internacional.

Foi então que, somente a partir de 1975, com o lançamento do Programa Nacional do Alcool (PROÁLCOOL), o setor sucroalcooleiro iniciou a recuperação do declínio desencadeado no século XIX, voltando gradativamente a fazer do Brasil um dos maiores produtores e exportadores mundiais de derivados da cana-de-açúcar. Por meio deste programa constatou-se um forte estímulo do governo brasileiro e do Banco Mundial, que, como parceiros, proporcionaram subsídios direcionados à produção de álcool combustível e etanol.

Registrou-se, nessa oportunidade, uma grande ascensão do setor sucroalcooleiro, que se concentrou, por meio da instalação de usinas adjacentes àquelas produtoras de açúcar, na produção de combustíveis renováveis. Essa ascensão, importante observar, chegou a passar

² Única. **Setor sucroenergético:** histórico: o declínio do século XIX. Disponível em: <<http://www.unica.com.br/content/show.asp?cntCode=99E1D9E6-5FE2-45AB-9E18-CD1E37C6B535>>. Acesso em: 13 abr. 2011. .

³ NEVES, Regina Márcia; BATALHA, Mário Otávio. **Desenvolvimento e novas tendências do setor sucroalcooleiro.** Disponível em: <http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP1997_T3510.PDF>. Acesso em: 13 abr. 2011.

por um período de estagnação na década de 80, quando houve uma queda na comercialização de veículos movidos por motores a álcool. Todavia, esse fator posteriormente se revelou positivo, pois promoveu uma significativa melhoria na qualidade da produção do açúcar, em vias de evitar um acentuado e prejudicial declínio na exportação dos derivados da cana.

Mais recentemente, contudo, a passageira queda no desenvolvimento e na venda de motores a álcool foi definitivamente contornada. Tudo graças à propagação de políticas ambientais em nível mundial, voltadas para a necessidade de investimentos em combustíveis renováveis, em substituição aos derivados do petróleo, culminada, ainda, com o recente desenvolvimento da tecnologia dos motores *flexfuel* – movidos tanto a combustíveis gasolina quanto à etanol.

Ainda nessa esteira, também como novidade, as técnicas de produção otimizaram a produção de açúcar através da cana-de-açúcar, o que somado à queda na produção de açúcar de beterraba em países de clima mais ameno, tornaram o produto brasileiro novamente extremamente competitivo em âmbito internacional. Deste modo, em função da elevada escala da produção canavieira em território nacional, o Brasil pôde ser novamente classificado como um dos maiores fornecedores de açúcar do mundo. Pode-se afirmar, deste modo, que o setor sucroalcooleiro, nos últimos anos, foi tomado por uma nova e importante fase, marcada pela imponente bandeira ambiental e pela importante classificação do Brasil como um dos maiores produtores e exportadores de açúcar e álcool.

O que se extrai, nesse sentido, acerca do referencial histórico levantado, concentra-se principalmente no modo como o setor foi se estabilizando ao longo do seu desenvolvimento no território nacional, de maneira a se tornar um forte setor agroindustrial. Na mesma linha é possível constatar o aumento progressivo da demanda, tanto do açúcar, que sofreu altas e baixas durante as várias fazes que compõem a formação histórica do setor, quanto do álcool, que foi ganhando importância paulatinamente no cenário internacional, até ser considerado como um dos principais substitutos para os combustíveis fósseis.

Não obstante, portanto, alguns declínios, tanto na produção quanto na demanda de seus produtos, o setor sucroalcooleiro se organizou e atualmente detém uma posição de extrema importância na economia brasileira. Nesse sentido, destaca-se o desenvolvimento de tecnologias voltadas ao longo do último século, no sentido de otimizar a produção do açúcar, bem como o desenvolvimento da produção do etanol e do álcool anidro, o que deu ainda mais importância ao setor sucroalcooleiro, em vista da funcionalidade e da alta demanda por estes combustíveis.

1.2 Influência do Estado na Construção das Bases do Setor Sucroalcooleiro

Em verdade, os produtores do setor sucroalcooleiro contam com o apoio do governo para estruturar e manter suas bases produtivas desde a vida da Família Real portuguesa para o Brasil, no século XIX. Com efeito, a Coroa portuguesa incentivava o desenvolvimento da produção açucareira em grades escalas para suprir suas próprias necessidades. Mas foi durante o Segundo Reinado, com a encomenda, por D. Pedro II, de um plano de modernização da produção açucareira, que essa influencia se tornou oficial e verdadeiramente significativa. No período, como aponta Rodrigo Jorge Moraes, foi editado inclusive o Decreto-legislativo 2.687 de 1875, que autorizava a concessão de financiamento em condições benéficas aos produtores que pretendessem estabelecer “Engenhos Centrais”.⁴

Com efeito, com a injeção de incentivos a indústria canavieira começou a crescer substancial e desordenadamente no território nacional, motivo pelo qual o governo passou então, a exercer um papel interventivo no setor. Mesmo após a proclamação da República esse controle exercido pelo Estado permaneceu; com políticas voltadas à fiscalização da instalação e funcionamento dos engenhos centrais, da relação entre os engenhos e os lavradores e do mercado como um todo. No início do período republicano, como destaca Moraes, ainda se registraram incentivos governamentais para construção de fábricas de açúcar, para a criação da primeira estação experimental da cana-de-açúcar e para a instituição da “Caixa Nacional para Exportação do Açúcar para o Estrangeiro.”⁵

Entretanto, com crise mundial de 1929, o governo passou a incentivar o setor sucroalcooleiro a produção mais acentuada de álcool combustível. Inicialmente com a queda do consumo de açúcar em nível mundial, foi editado o Decreto n. 19.717, de 20 de fevereiro de 1931, que determinou a aquisição e mistura de álcool anidro de procedência nacional, na proporção de 5%, na gasolina importada a ser comercializada no Brasil. Essa iniciativa teve um papel fundamental no histórico do setor sucroalcooleiro, pois motivou uma empreitada dos usineiros em favor do desenvolvimento da produção do álcool anidro, refletindo de maneira decisiva na política voltada ao setor sucroalcooleiro.

Dois anos mais tarde, como anteriormente exposto, foi criado, o IAA, primeiro órgão de apoio não só à produção de açúcar, mas também de álcool combustível. Como autarquia, tinha como principais funções, até os anos de 1990, quando foi extinto, controlar a produção

⁴ MORAES, Rodrigo Jorge. **Setor sucroalcooleiro: regime jurídico ambiental das usinas de açúcar e álcool**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 43.

⁵ Ibid., p. 44.

do setor e financiar a construção de novas usinas. O IAA teve papel fundamental no setor sucroalcooleiro, pois funcionou como verdadeiro órgão de fomento às usinas brasileiras, concedendo inúmeros incentivos e financiamentos aos produtores, o que permitiu a muitos empreendimentos, reunir o capital necessário para a compra de maquinário e o desenvolvimento da produção e do setor sucroalcooleiro como um todo.

Posteriormente, com o propósito de incentivar diretamente a produção e a utilização do etanol (derivado da cana-de-açúcar), como combustível, foi lançado pelo Presidente Ernesto Geisel, por meio do Decreto n. 76.593 de 14 de novembro de 1975, outro programa que marcou significativamente o setor, foi o famigerado PRÓALCOOL. Antes da implantação deste importante programa, já se sabia que o álcool poderia ser utilizado como combustível para o funcionamento de motores. Porém, as pesquisas nesse sentido nunca foram muito amplas, em razão da falta de incentivos, bem como da grande disponibilidade dos combustíveis derivados do petróleo, que, até meados de 1973, era comercializado a preços baixos.

O Proálcool foi dividido em duas principais fases. A primeira delas, que durou de 1975, quando da criação do programa, até o final da década de 70, tinha como objetivos atingir níveis consideráveis da produção de álcool e apresentar o álcool combustível como uma alternativa energética, em nível mundial. Na segunda fase, que englobou a década de 80, os objetivos, mais ousados, eram os de substituir grande parte da frota dos veículos brasileiros, que, em sua maioria, eram movidos à gasolina, pelos veículos movidos a álcool. A força motriz dessa fase do programa eram os subsídios aplicados na produção, tornando o produto do setor sucroalcooleiro competitivo com a gasolina.

Este programa, muito conhecido pelos brasileiros, foi extremamente importante para a criação das bases estruturais do setor sucroalcooleiro, pois muito embora os empreendimentos tenham iniciado uma organização de sua respectiva produção, a partir de 1933, quando da criação do IAA, foi com o Proálcool que o setor registrou grandes níveis de crescimento e se tornou um dos setores agroindustriais mais importantes do país. Pode-se dizer, inclusive, que este estímulo governamental à produção e utilização do álcool, como combustível, acabou por contribuir, direta e indiretamente, com as pesquisas relacionadas a este produto, como fonte de produção, vindo a influenciar positivamente a idealização e criação dos motores *flexfuel*, cuja funcionalidade promete se alastrar mundialmente.

Após o grande crescimento do setor, com esses importantes incentivos governamentais, sobreveio, com a Constituição Federal de 1988, um direcionamento

normativo, inscrito no art. 174,⁶ relacionado à limitação da influência do Estado na iniciativa privada. A partir de então, assim como pontua Bonini Villela⁷, o planejamento estatal no que se refere à iniciativa privada deixou de ser determinante, para ser apenas indicativo. Nessa tessitura, todo o apoio governamental ao setor sucroalcooleiro, com participação direta do Estado no seu funcionamento, diminuiu significativamente.

Essa fase, também chamada de desregulamentação, culminou, inclusive, por meio da Medida Provisória n. 151, de quinze de março de 1990, com a extinção do IAA, que, até então, protagonizava boa parte das medidas de incentivo direto do governo no setor sucroalcooleiro. Por outro lado, importa acrescentar, este período acabou por promover, também, indiretamente, políticas de auto regulação do setor, tal como a união de empreendedores em prol da defesa de seus interesses, como se verifica, por exemplo, com a criação, em 1997, da União da Indústria de Cana-de-Açúcar (ÚNICA). Essa entidade, como aponta Pedroso Júnior, foi muito importante para o setor, pois proporcionou a unificação dos produtores frente às dificuldades emergentes da liberalização, fortalecendo sua representação em um ambiente institucional novo, surgido após a desregulamentação.⁸

A partir de 1990, portanto, houve uma ruptura no modo como o governo influenciava os agentes do setor sucroalcooleiro. A intervenção do estado, que definia cotas de produção, concedia incentivos e controlava a comercialização, deixou de existir e os valores de negociação do etanol passaram a ser definidos pelo mercado. O governo passou, então, a exercer apenas uma influência indireta no setor, limitando-se a determinar a especificação dos produtos (etanol e álcool anidro), além de monitorar e fiscalizar sua comercialização nos postos de gasolina, em todo o País.

Atualmente, o principal órgão governamental responsável por realizar esse controle é o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA), que, conforme observa Pedro Ramos, somente tomou frente a este trabalho algum tempo após o início do período da desregulamentação do setor, assumindo funções anteriormente exercidas pelo IAA, tal como a

⁶ O art. 174 assim estabelece: “Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado”. BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 5 out. 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constitui%C3%A7ao.htm>. Acesso em: 15 jan. 2011.

⁷VILLELA. Ana Lucia Bonini. **A formação de joint ventures como alternativa para investimentos estrangeiros no setor sucroalcooleiro brasileiro**. 2008. 122 f. Dissertação (Mestrado em Direito do Comércio Internacional) – Faculdade de História, Direito e Serviço Social, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, 2008. p. 90.

⁸ PEDROSO JUNIOR, Roberto. **Arranjos institucionais na agricultura brasileira: um estudo sobre o uso de contratos no sistema agroindustrial sucroalcooleiro da região centro-sul**. 2008. 173 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. p. 83.

coleta, sistematização e divulgação de dados referente aos mercados de açúcar e álcool⁹. Vinculado a este Ministério, figura ainda, a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), que apesar de já ser responsável pela regulamentação dos derivados do Petróleo desde 1997, ano de sua criação, passou também, à partir de 2005, com a edição da Lei n. 11.097, de 14 de janeiro de 2005¹⁰, a exercer determinada função regulatória ao gás natural e aos biocombustíveis. Por meio deste mesmo diploma legal (Lei n. 11.097/2005), o Governo Federal também adotou política no sentido de inserir os biocombustíveis na matriz energética nacional¹¹, aumentando, por consequência, a atenção demandada a eles, até então.

Pois bem. Entre as diversas atribuições da ANP, no que se refere ao etanol e ao álcool anidro, destacam-se a certificação desses combustíveis, para a sua regular comercialização no território nacional, a regulamentação da mistura de suas matrizes com água, corantes e outros produtos e a obrigatoriedade da mistura do álcool anidro à gasolina. A esse respeito, em 1993, com a edição da Lei n. 8.723, de 28 de outubro de 1993¹², o Governo Federal fixou essa mistura em 22% (vinte e dois por cento) de álcool anidro para cada litro de gasolina. Mais recentemente, no entanto, com a edição da Lei n. 10.203, de 22 de fevereiro de 2001¹³, flexibilizou-se a quantidade dessa mistura, para fixá-la em patamar variável, a ser atribuído pelo Poder Executivo, podendo variar de 20% (vinte por cento) a 24% (vinte e cinco por cento).

Esse controle, conforme estabelecido no referido diploma legal, foi delegado à ANP, que, embora procure manter a quantidade da mistura no nível mais alto permitido, pauta-se nas variações do mercado e na ideia de manutenção de um equilíbrio que estimule a produção e não prejudique o consumo. Importa observar, nesse sentido, que esta obrigatoriedade, da

⁹ RAMOS, Pedro. A agroindústria no sistema dos biocombustíveis. In: BARROSO, Lucas Abreu; ZIBETTI, Darcy Walmor. **Agroindústria: uma análise no contexto socioeconômico e jurídico brasileiro**. São Paulo: LEUD, 2009. p. 252.

¹⁰ BRASIL. Lei nº 11.097, de 14 de janeiro de 2005. Dispõe sobre a introdução do biodiesel na matriz energética brasileira; altera as Leis nos 9.478, de 6 de agosto de 1997, 9.847, de 26 de outubro de 1999 e 10.636, de 30 de dezembro de 2002; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 14 jan. 2005. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/Lei/L11097.htm>. Acesso em: 20 mar. 2011.

¹¹ Assim dispõe o art. 1º, da Lei n. 9.478/1997: “Art. 1º As políticas nacionais para o aproveitamento racional das fontes de energia visarão aos seguintes objetivos:

[...]

XII - incrementar, em bases econômicas, sociais e ambientais, a participação dos biocombustíveis na matriz energética nacional. Lei 9.478, de 06 de agosto de 1997”.

¹² Lei 8.723, de 28 de outubro de 1993. Dispõe sobre a redução de emissão de poluentes por veículos automotores e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 29 out. 1993. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18723.htm> Acesso em: 30 maio 2010.

¹³ BRASIL. Lei nº 10.203, de 22 de fevereiro de 2001. Dá nova redação aos arts. 9º e 12 da Lei nº 8.723, de 28 de outubro de 1993, que dispõe sobre a redução de emissão de poluentes por veículos automotores, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 22 fev. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10203.htm>. Acesso em: 20 mar. 2011.

mistura de álcool anidro à gasolina, compõe uma das singulares medidas, dentre as demais que proporcionam o amparo ao setor, que visa a sua promoção no cenário nacional e internacional, bem como viabiliza o seu crescimento.

Outra forma de incentivo governamental ao setor sucroalcooleiro que ainda subsiste, provém dos programas de fomento mantidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES). Mantido pelo Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, o BNDES, desde 1952, opera em prol da disponibilização de crédito para as empresas brasileiras se constituírem, crescerem e explorarem novas áreas e ramos de atividade. Propõe-se, nesse sentido, a injetar recursos nos agentes econômicos ligados à agricultura, indústria, infraestrutura e comércio e serviços, além de oferecer condições especiais às micro, pequenas e médias empresas.¹⁴

¹⁴ MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO. **Banco Nacional de Desenvolvimento:** o BNDES: a empresa. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa> Acesso em: 19 jun. 2011

O BNDES atua, nessa linha, em prol da atividade agropecuária brasileira, tal como a exercida no âmbito do setor sucroalcooleiro. Como exemplo, há diversas políticas voltadas ao fomento e a concessão de créditos, expressas através de diversos programas, que podem ser aproveitados pelos empreendedores do setor, como, por exemplo, o Programa para Redução da Emissão de Gases de Efeito Estufa na Agricultura (Programa ABC)¹⁵, o Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf Investimento)¹⁶, o Apoio a Projetos de Eficiência Energética (PROESCO)¹⁷, entre muitos outros. Isso, além do Programa de Apoio ao Setor Sucroalcooleiro (PASS)¹⁸, voltado exclusivamente ao setor e criado com o objetivo de financiar a estocagem de etanol carburante por empreendimentos engajados na produção de álcool combustível, de modo a lhes disponibilizar financiamentos que podem chegar a montantes de até duzentos milhões de reais.

¹⁵ O BNDES descreve o programa ABC em seu sítio eletrônico: “Investimentos fixos e semifixos destinados a projetos de: recuperação de áreas e pastagens degradadas; implantação de sistemas de integração lavoura-pecuária, lavoura-floresta, pecuária-floresta ou lavoura-pecuária-floresta; e implantação e manutenção de florestas comerciais ou destinadas à recomposição de reserva legal ou de áreas de preservação permanente”. MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR. **Banco Nacional do desenvolvimento**. Programa para redução da emissão de gases de efeito estufa na agricultura: Programa ABC. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Programas_e_Fundos/a_bc.html. Acesso em: 20 jun. 2011.

¹⁶ Os objetivos do Pronaf Investimento são elencados no sítio eletrônico do BNDES: “Financiar as atividades agropecuárias e não agropecuárias exploradas mediante emprego direto da força de trabalho do produtor rural e de sua família, entendendo-se por atividades não agropecuárias os serviços relacionados com turismo rural, produção artesanal, agronegócio familiar e outras prestações de serviço no meio rural, que sejam compatíveis com a natureza da exploração rural e com o melhor emprego da mão-de-obra familiar”. MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR. **Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico**. Programa nacional de fortalecimento da agricultura familiar - Pronaf Investimento. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Programas_e_Fundos/pronaf.html>. Acesso em: 20 jun. 2011.

¹⁷ O BNDES descreve em seu sítio eletrônico o foco PROESCO: “Intervenções que comprovadamente contribuam para a economia de energia, aumentem a eficiência global do sistema energético ou promovam a substituição de combustíveis de origem fóssil por fontes renováveis”. MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR. **Banco Nacional do Desenvolvimento**. Apoio a projetos de eficiência energética - PROESCO. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/FINEM/proesco.html>. Acesso em: 20 jun. 2011.

¹⁸ Os agentes econômicos e os investimentos a eles dirigidos pelo PASS são discriminados no sítio do BNDES da seguinte forma: “Clientes. Usinas produtoras de etanol etílico carburante; Destilarias de etanol etílico carburante; Empresas de comercialização de etanol etílico carburante; Cooperativas de produtores de etanol etílico carburante; e Cooperativas de produção de etanol etílico carburante. [...]. Item financiável. Capital de giro, no valor máximo de R\$ 200 milhões por cliente (CNPJ), limitado a 20% da Receita Operacional Bruta (ROB) do último exercício fiscal, o que for menor. No caso do empreendimento ter entrado em operação a partir de 2009, será considerada a ROB projetada para o Ano-Safra 2010-2011 na apuração do limite de 20%. Para fins de cálculo do limite de 20%, será considerada a ROB da beneficiária, ainda que pertença a grupo econômico”. MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR. **Banco Nacional do Desenvolvimento**. Programa de apoio ao setor sucroalcooleiro - PASS. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Programas_e_Fundos/pass.html>. Acesso em: 20 jun. 2011.

Não obstante, o BNDES investe ainda em estudos e pesquisas voltadas a diversas atividades ligadas à economia agroindustrial, dentre as quais se incluem aquelas relativas ao setor sucroalcooleiro e ao aprimoramento da tecnologia de produção e processamento da cana-de-açúcar e do uso de seus subprodutos, além de atuar na esfera da indústria do capital de risco, em que participa de diversos empreendimentos, no sentido de capitalizá-los, por meio de uma subsidiária integral denominada BNDES Participações S.A. (BNDESPar). A esse respeito, a BNDESPar é uma sociedade por ações, que tem por objeto, assim com estabelecido no art. 4º, de seu Estatuto Social¹⁹, em síntese, realizar operações visando a capitalização de empreendimentos controlados por grupos privados, apoiar empresas que reúnam condições de eficiência econômica, tecnológica e de gestão, apoiar o desenvolvimento de novos empreendimentos, fortalecer o mercado de capitais, por intermédio do acréscimo de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital de empresas, e administrar carteira de valores mobiliários, próprios e de terceiros.²⁰

Por fim, ainda em prol do fomento do setor sucroalcooleiro, importante que se apontem, também, as atividades da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), empresa pública vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT). A empresa, cujos objetivos se concentram em promover o desenvolvimento econômico e social do Brasil por meio do fomento público à ciência, tecnologia e inovação em empresas, universidades, institutos tecnológicos e outras instituições públicas ou privadas²¹, contribuindo substancialmente com o setor sucroalcooleiro. Ademais, além do significativo apoio à pesquisa científica e tecnológica, há iniciativas no sentido de propiciar investimentos por meio de fundos de private equity, para o setor sucroalcooleiro, que, inclusive, ganhou o primeiro incentivo da Finep, nesse sentido.²²

Como se extrai das medidas governamentais adotadas ao longo do último século, verifica-se que o Governo Federal acabou por contribuir com a formação do arcabouço estrutural do setor sucroalcooleiro, de forma a projetá-lo como um importante agente do agronegócio brasileiro. Atualmente, portanto, o setor mantém seu espaço no cenário

¹⁹ MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR. **Banco Nacional do Desenvolvimento**. Estatuto social da BNDES Participações S.A. – BNDESPAR. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/Legislacao/estatuto_bndespar.html>. Acesso em 20 jun. 2011.

²⁰ Ibid., on-line.

²¹ MINISTÉRIO DA CIÊNCIA, TECNOLOGIA E INOVAÇÃO. **FINEP**. Financiadora de Estudos e Projeto. O que é a finep. A empresa. Disponível em: <http://www.finep.gov.br/o_que_e_a_finep/a_empresa.asp#>. Acesso em: 21 jun. 2011.

²² MINISTÉRIO DA CIÊNCIA, TECNOLOGIA E INOVAÇÃO. **FINEP**. Financiadora de Estudos e Projeto. Notícias. Setor sucroalcooleiro ganha investimentos de R\$ 20 milhões. Disponível em: <http://www.finep.gov.br/imprensa/noticia.asp?cod_noticia=1389>. Acesso em: 21 jun. 2011.

econômico brasileiro e vem registrando um crescimento significativo, de modo a ganhar, inclusive, uma importância bastante acentuada, também em nível mundial.

1.3 Importância do Setor Sucroalcooleiro no Cenário Mundial

A indústria da cana-de-açúcar, muito embora tenha sido formada sem qualquer organização, foi se estruturando até formar, atualmente, um importante setor da economia brasileira. Essa relevância se deve, como já apontado, principalmente, às condições climáticas favoráveis para a produção da cana-de-açúcar no Brasil, combinadas com a elevada demanda dos derivados de sua produção, em nível mundial. Não obstante, ultimamente, o setor sucroalcooleiro vem contando com outros fatores que o colocam em posição ainda mais em destaque. Nessa conjuntura, registram-se, assim como anteriormente pontuado, a otimização da produção de açúcar e o enfoque dado pela comunidade internacional aos combustíveis renováveis, entre eles o etanol, além das diversas condições que favorecem o investimento no desenvolvimento deste produto.

Como se sabe, o açúcar comercializado internacionalmente é produzido em larga escala a partir de duas diferentes matérias-primas; quais sejam, a cana-de-açúcar ou a beterraba. Enquanto a cana-de-açúcar é desenvolvida em condições climáticas tropicais, a beterraba registra melhor produtividade sob temperaturas mais amenas. No Brasil, como já apontado, as condições tanto do solo quanto do clima, favorecem o cultivo a partir da cana-de-açúcar, motivo pelo qual a produção, em âmbito nacional, viabiliza-se, massivamente, a partir deste produto. Outros países, como a Índia, México, China e Austrália, também produzem açúcar por meio desta matéria prima. Porém, a grande extensão territorial dedicada à produção da cana-de-açúcar em território nacional e à tecnologia desenvolvida ao longo de mais de três séculos de experiência, em que se otimizaram e diminuíram consideravelmente os custos de produção, fazem do Brasil um dos maiores produtores e exportadores de açúcar, entre esses países.

No que se refere à produção de açúcar à base da beterraba, a situação não é muito diferente. A produção à base desta matéria-prima, que tem como sede, em especial, países do continente europeu, como Portugal, Espanha, Irlanda, Áustria, além de outros, como o Chile, o Japão e a China - que produz tanto a partir de cana-de-açúcar como de beterraba -, tem diminuído consideravelmente. Em verdade, a produção de açúcar de beterraba, por muito tempo se manteve graças a subsídios governamentais, por parte dos países produtores, que financiaram a produção a tal ponto que, não obstante a acentuada diferença de custos de

produção, a partir dos dois diferentes derivados, permitia a concorrência com o produto proveniente da cana-de-açúcar.

Com a diminuição desses subsídios – que se deu, principalmente, em função das pressões realizadas por países concorrentes, como, por exemplo, através da requisição de instauração de painel frente à Organização Mundial do Comércio (OMC), pelo Brasil, Austrália e Tailândia, sob o argumento de que os subsídios oferecidos pelos governos da comunidade europeia prejudicavam a concorrência saudável entre os produtores de açúcar em nível mundial²³ – a produção de açúcar por meio da beterraba tornou-se mais onerosa para estes produtores. Além disso, outros fatores, como a menor concentração de açúcar na beterraba do que na cana-de-açúcar, condições climáticas desfavoráveis, além da diferença nos custos da produção, agravam ainda mais essa realidade.

Desse modo, a demanda mundial por açúcar vem aumentando na última década, de modo que o produto brasileiro, que já detinha uma fatia considerável do mercado, passou a ser ainda mais procurado internacionalmente. Por outro lado, a produção do setor sucroalcooleiro, que também se destina ao elevado consumo interno, vem, nessa mesma esteira, sendo diametralmente majorada. Esse aumento da demanda e da produção acaba por majorar também, por consequência, a necessidade de alocação de recursos pelos produtores, no sentido de adquirir novas terras, para destiná-las ao cultivo de matéria prima, compra de novos maquinários e realização de manutenção nos demais, já existentes, para viabilizar o processo industrial produtivo, a contratação de mais trabalhadores e a mobilização da máquina administrativa que movimenta os diferentes empreendimentos que guiam o setor.

No que se refere ao etanol, do mesmo modo como na produção de açúcar, o setor também registra uma grande ascensão. Como se sabe, a tecnologia da produção mundial se desenvolveu com a base para o seu funcionamento em combustíveis de origem fóssil, como o petróleo, o carvão mineral ou, ainda, o gás natural. Assim, os grandes agentes produtores mundiais acabaram por se tornar dependentes dessas fontes energéticas; o que veio a transformar os combustíveis fósseis na maior fonte energética mundial e, além disso, a aumentar constantemente a demanda por esses combustíveis.

Ocorre que os governos dos Estados Nacionais vêm se conscientizando, nas últimas décadas, de que os combustíveis fósseis não são a melhor opção, como fonte energética,

²³ O Brasil, a Austrália e Tailândia nos anos de 2002 e 2003 requisitaram a instauração de painel junto à OMC, em função do oferecimento de subsídios excessivos, por países da Comunidade Europeia aos produtores de açúcar de beterraba. Após diversas etapas de discussão entre as partes envolvidas, a OMC decidiu em favor dos países que apresentaram as reclamações, para recomendar à União Europeia que tomasse as medidas necessárias para que a quantia destinada aos produtores de açúcar de beterraba não desrespeitasse a concorrência internacional.

principalmente em virtude da questão ambiental, já que os efeitos da utilização destes combustíveis degradam o meio ambiente em níveis nos quais a recuperação já se mostra infactível. Nutre-se, portanto, em nível mundial, cada vez de forma mais acentuada, a ideia da necessidade de se proteger o meio ambiente, com a promoção de diversas medidas que visam coibir práticas prejudiciais ao planeta, bem como de criar métodos de recuperação do que já foi ou vem sendo degradado pelo homem, nos últimos séculos. Dentre essas medidas, destaca-se a ideia da necessidade de substituição dos combustíveis fósseis, por combustíveis renováveis, já que as fontes energéticas renováveis se mostram muito mais adequadas à manutenção do equilíbrio ambiental.

As primeiras discussões sobre essa questão vêm sendo levantadas pela comunidade internacional em encontros relacionados ao clima, nos quais a pauta principal é o aquecimento global e seus inúmeros efeitos negativos para o planeta. Como há muito tempo já se difunde, em nível mundial, o aquecimento do globo é motivado principalmente pelo acúmulo do Dióxido de Carbono (CO₂) ou gás carbônico na atmosfera, resultante da queima de combustíveis fósseis, gerando o famigerado efeito estufa. Isso direta e forçosamente vem estimulando a comunidade internacional a desenvolver estudos tendentes à substituição desta fonte energética, por uma menos prejudicial para o planeta, ainda que os combustíveis fósseis sejam os mais utilizados atualmente e ainda que muitas alterações, principalmente nos meios de produção que deles dependem, tenham que ser implementadas.

Algumas estratégias já foram traçadas no ano de 1997, com a assinatura, por diversos países, do Protocolo de Quioto à Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Mudança do Clima, em que os signatários se comprometeram a reduzir a emissão dos gases que provocam o efeito estufa. Ao assinar o documento, os países signatários se comprometeram a diminuir a quantidade de CO₂ emitida na atmosfera, com base no que até então já foi emitido por cada um dos signatários. Importa mencionar, entretanto, que mesmo que Protocolo de Quioto não tenha sido ratificado por países com taxas bastante elevadas de emissão de CO₂ na atmosfera, assim como os Estados Unidos, o documento já representa um passo importantíssimo no combate ao aquecimento global e nas estratégias mundiais para o cuidado com o meio ambiente.

Nesse mesmo sentido, ainda que nenhum avanço significativo tenha sido registrado no último encontro da comunidade internacional, para tratar de assuntos relacionados ao clima (V Conferência sobre mudança do clima), realizado em Copenhague, em dezembro de 2009, em que se pretendia formalizar outro acordo que substituísse o Protocolo de Quioto, com um comprometimento mais acentuado, dos países signatários, há uma perspectiva muito positiva

no cenário internacional, em vias de se viabilizar acordos para diminuir a emissão de CO₂ na atmosfera.

A grande importância desses dados, no que se refere ao etanol, é a de que esta fonte energética é comprovadamente um excelente combustível renovável e pode representar um importante e eficaz substituto dos combustíveis derivados do petróleo (origem fóssil), assim como já apontaram as pesquisas tecnológicas e como já vem sendo aplicado no Brasil (com os veículos *flexfuel* – movidos tanto a etanol quanto a gasolina). Isso se faz de extrema importância para o setor sucroalcooleiro, que pode, com essa oportunidade, utilizando-se da bandeira ambiental, já levantada pela comunidade internacional, perceber crescimentos incríveis em termos de futuro.

Inclusive, como ponto muito positivo para o setor, assim como explica Bonini Villela, o etanol já vem sendo considerado pela comunidade internacional como uma fonte energética que atende aos quesitos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo (MDL), estabelecidos em Quioto, segundo o qual um país, por meio de suas empresas, deve produzir energia renovável em vez de energia baseada em petróleo. Assim, como conclui a mesma autora, cada tonelada de gás carbônico (CO₂), que deixa de ser emitida para a atmosfera, podem gerar certificados, que podem ser comercializados por países e empresas altamente poluidores.²⁴

Nesse mesmo sentido, importa ressaltar o nível da tecnologia brasileira, que adaptou os motores automotivos para utilizarem o etanol como combustível, com a mesma funcionalidade e desempenho apresentada quando da utilização de combustíveis fósseis, como gasolina. Assim, essa tecnologia, atrelada às vantagens da produção do etanol, em detrimento dos combustíveis derivados do petróleo, compõe um quadro bastante interessante no que se refere à substituição da fonte energética em escala global e, ao que tudo indica, em termos de futuro, pode assumir um papel muito importante no cenário econômico mundial.

Não obstante a grande vantagem ambiental do etanol frente aos combustíveis de origem fóssil, já que são muito menos prejudiciais aos recursos do planeta, outro importante ponto, que também pesa, em favor dos combustíveis renováveis, é o fato de que as fontes de combustíveis fósseis são finitas e, do modo que sua utilização vem crescendo, ao longo do último século, em um futuro bastante breve não haverá outra opção a não ser obrigatoriamente trocar a fonte energética da produção, pois um dia ela estará esgotada.

²⁴ VILLELA, Ana Lucia Bonini. **A formação de joint ventures como alternativa para investimentos estrangeiros no setor sucroalcooleiro brasileiro**. 2008. 122 f. Dissertação (Mestrado em Direito do Comércio Internacional) – Faculdade de História, Direito e Serviço Social, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, 2008. p. 82.

Isso já tem sido constatado, por exemplo, com os grandes investimentos que vêm sendo aplicados na busca por outras reservas de petróleo, além das que já são conhecidas e altamente exploradas. Isso se nota com os elevados valores que são investidos nas regiões em que já há reservas, em busca de novas tecnologias que atinjam reservas mais profundas, tudo, ressalte-se, com o objetivo de que se encontre mais matéria prima para a produção dos combustíveis fósseis. Um exemplo muito próximo desse esforço são os vultosos valores que vêm sendo investidos no Pré-sal (grande reservatório de petróleo encontrado recentemente na região litorânea brasileira, que se estende por cerca de 800 quilômetros, de Santa Catarina ao Espírito Santo e chega a atingir 200 quilômetros de largura.)²⁵ De acordo com o que foi divulgado pelo presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico de Social (BNDES), Luciano Coutinho, durante o III Fórum Brasil-União Europeia, realizado no dia 28 de maio de 2010, os investimentos totais na cadeia produtiva do petróleo brasileiro, segundo os estudos por ele apresentados, poderão chegar, em uma primeira fase do projeto, a mais de 200 bilhões de dólares.²⁶

Outro fator que influi diretamente na oportunidade do etanol, frente aos combustíveis de origem fóssil, está relacionado com os conflitos políticos das regiões onde estão localizadas as maiores reservas de petróleo. Como se registrou nas últimas décadas, a região do Oriente Médio e em países como a Venezuela, onde estão localizadas as maiores reservas de petróleo, os conflitos políticos são intensos e muito recorrentes, o que influencia diretamente no preço de comercialização do petróleo. Assim, como frisa Bonini Villela, países como Estados Unidos e seus aliados, por exemplo, sentem temor em manter o suprimento de petróleo em regiões como o Oriente Médio, constantemente atingido pela violência e instabilidade política ou de países como a Venezuela e a Bolívia, que passam, frequentemente, por atribuladas questões de ordem política e social, o que acaba por transformar o petróleo em verdadeira “arma política” de seus produtores.²⁷

²⁵ LIMA, Paulo César Ribeiro. **Os desafios, os impactos e a gestão de exploração do pré-sal**. Brasília, DF: Câmara dos Deputados : Consultoria Legislativa, 2008. (Estudos). Disponível em: <<http://www2.camara.gov.br/documentos-e-pesquisa/publicacoes/estnottec/tema16/2008-13035.pdf>>. Acesso em: 13 abr. 2011. p. 4.

²⁶ BATISTA, Henrique Gomes. Investimento em petróleo com pré-sal pode chegar a 202, 2 bi até 2013. **O Globo**, Rio de Janeiro, 28 maio 2010. Economia. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2010/05/28/investimento-em-petroleo-com-pre-sal-pode-chegar-us-202-2-bi-ate-2013-916716822.asp>>. Acesso em: 9 nov. 2010.

²⁷ VILLELA, Ana Lucia Bonini. **A formação de joint ventures como alternativa para investimentos estrangeiros no setor sucroalcooleiro brasileiro**. 2008. 122 f. Dissertação (Mestrado em Direito do Comércio Internacional) – Faculdade de História, Direito e Serviço Social, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, 2008. p. 78.

Em síntese, portanto, o etanol e o álcool anidro e, conseqüentemente, o setor sucroalcooleiro, estão em evidência no cenário internacional, por dois principais motivos; quais sejam, a questão ambiental e a questão político econômica. A primeira delas, como se apontou, decorre da conscientização ambiental da comunidade internacional, que, buscando combater o aquecimento global e buscando preservar o clima do planeta, promove políticas de substituição dos combustíveis fósseis por outros que propiciam uma emissão de CO₂ na atmosfera em menor escala, tal como o etanol e outros derivados da cana-de-açúcar. Por outro lado, a questão político econômica decorre do fato de que os combustíveis fósseis são finitos e, não obstante, estão localizados em regiões em que, não raras vezes, registram-se conflitos e instabilidade política; o que, em conjunto, acaba por estimular a busca por alternativas para a utilização desta fonte energética, tais como os combustíveis renováveis.

Por esses e outros aspectos pode-se afirmar que os combustíveis renováveis, assim como o etanol, têm grandes perspectivas de futuro e podem, assim como já se tem registrado, fazer do setor sucroalcooleiro um importante setor da economia mundial. A esse respeito, a UNICA, que realiza diversas pesquisas envolvendo o setor, já vem divulgando um aumento significativo na exportação anual de etanol, nos últimos anos. Em um curto espaço de tempo, a quantidade exportada foi crescendo acentuadamente, ano após ano, de modo que se chegou a registrar, nos últimos oito anos, um aumento de mais 4.000 %.²⁸

Também cresce, aumentando de forma significativa a importância do setor, a venda de automóveis movidos tanto a gasolina quanto a etanol, com tecnologia desenvolvida no Brasil, chamada de *flexfuel*. Assim como também aponta a UNICA, antes do desenvolvimento dos motores *flexfuel*, já havia um número significativo de vendas de veículos movidos a álcool. Porém, muito menor que o de veículos movidos a gasolina. Após o desenvolvimento da tecnologia dos motores flexfuel, todavia, a comercialização desses veículos foi aumentando de maneira muito acentuada, ao longo desta década e, ressalte-se, apenas dois anos após o início de sua comercialização, já ultrapassou significativamente o número de vendas dos veículos movidos à gasolina.²⁹

Nesse sentido, a venda de veículos *flexfuel* no Brasil, atualmente, já representa a maioria absoluta do número de comercialização de veículos, muito acima dos veículos à gasolina e apenas a álcool, o que representa uma perspectiva muito positiva para o setor sucroalcooleiro, bem como para a indústria automobilística brasileira. Deste modo, é possível

²⁸ UNICA. **Dados e cotações:** estatísticas: carro e etanol: vendas de automóveis e veículos leves no Brasil. Disponível em: <<http://www.unica.com.br/dadosCotacao/estatistica>>. Acesso em: 8 nov. 2010.

²⁹ Ibid.

concluir que os fatores ambientais e econômicos políticos acima delineados, bem como os números, registrados pelas agências apoiadoras do setor, somente demonstram o quanto a indústria canavieira está em foco, atualmente, ressaltando-se, sua importância em âmbito mundial.

Por esse motivo, restam claros os objetivos e os fundamentos das ideias traçadas com esta pesquisa; quais sejam, a de apontar, de forma geral, as características do setor sucroalcooleiro, delimitando a forma como é organizado o capital, pelos diversos empreendimentos brasileiros, traçando as perspectivas e, por fim, sugerindo um modo de gestão e de capitalização desses empreendimentos.

1.4 Alterações Administrativas e Estruturais de Empresas do Setor Sucroalcooleiro

Em decorrência das mudanças que se registraram na indústria do açúcar e álcool, nas últimas décadas, os empreendedores do setor se viram obrigados a realizar, também, por consequência, alterações nos modos de produção e gestão dos seus negócios. Essa nova realidade surgiu, como se pautou, principalmente em função da necessidade de se atender o aumento da demanda internacional pelo açúcar e álcool, bem como para que fosse possível adequar os métodos de administração dessas empresas aos padrões de gestão praticados ou pregados em nível mundial, para coordenação de qualquer empreendimento de importância, tal como a deste setor agroindustrial.

Essas alterações vêm atingindo, sobretudo, os empreendimentos mais tradicionais do setor, que se mantém há anos com as mesmas técnicas de administração, produção e escoamento mercantil de seus produtos. Logo, as usinas de açúcar e álcool, até então caracterizadas, na sua grande maioria, por administrações alheias às políticas de mercado internacionais e desprovidas de informações técnicas voltadas ao desenvolvimento e crescimento de suas respectivas estruturas, vem sendo forçadas a se submeter a uma corrente evolutiva que vem alterando toda a formatação do setor, sob pena de sucumbirem atreladas a métodos ultrapassados de gerência e administração de seus respectivos negócios.

Os empreendimentos sucoenergéticos vêm realizando mudanças estruturais, basicamente, de duas diferentes ordens. A primeira delas é relativa às técnicas de produção e envolve a administração produtiva, o maquinário utilizado, as técnicas da semeadura e colheita, o escoamento da matéria prima e a fase industrial da produção do açúcar e do álcool. Buscam, de modo geral, a otimização das técnicas de obtenção do produto final (açúcar; álcool combustível – etanol e álcool anidro; além da cachaça, em menor escala). A respeito

desta ordem de alterações, importante observar, registra-se, também entre os agentes do setor, uma tendência no sentido de adequar as técnicas produtivas às normas ambientais e à política da sustentabilidade, seguindo a bandeira ambiental levantada em nível internacional. Até porque, se o setor é responsável pela produção de um combustível que não degrada o meio ambiente, imprescindível que danos ambientais não ocorram, também quando de sua produção. Como segunda ordem de alterações, os agentes do setor vêm, também, transformando a forma de gestão de suas empresas, de modo a realizar alterações em seus respectivos arranjos societários e, respectivamente, na administração e gestão dos negócios da empresa, bem como aos profissionais que conduzem as suas atividades e a relação da empresa com os investidores.

Ao tratar do setor sucroalcooleiro, Renato M. Buranello aponta justamente essas duas ordens de mudanças e destaca que tiveram, como marco inicial, a desregulamentação, anteriormente apontada, da década de 1990. A partir de então, como sedimenta o autor, observou-se a intensa mecanização da colheita e a implementação de novas tecnologias, bem como a adoção de medidas que visavam a organização empresarial do setor, tal como as fusões e aquisições para fortalecer os grupos nacionais, além das estratégias empresarias de integração vertical, com a formação de parcerias, para aumentar a competitividade.³⁰

Pois bem. No que se refere à primeira ordem de mudanças, relacionadas às técnicas de produção, observa-se, como importante passo que vem sendo seguido pelos empreendimentos, a aplicação de tecnologias inovadoras e a mecanização das diferentes fases da produção, em vias de propiciar sua otimização e aumentar os lucros decorrentes da atividade sucroenergética. Nessa linha destaca-se, também, tendência percebida em outros ramos agroindustriais, qual seja a adequação dos métodos de produção ao modelo dos sistemas agroindustriais; o que viabiliza a organização da produção, da fase inicial de cultivo da matéria-prima, transporte e industrialização, até a produção do produto a ser comercializado, com a distribuição e disponibilização ao consumidor final.

³⁰ Assim afirma Buranello: “A abertura comercial e a desregulamentação do setor, ocorrida na década de 90, trouxeram benefícios para as empresas sucroalcooleiros, que passaram a utilizar novas tecnologias, intensificar a mecanização e adotar outras inovações nas etapas de produção, especialmente na região centro-sul. A mecanização passou a ser utilizada nas fases de plantio e colheita, passando os antigos procedimentos do sistema manual para o mecanizado, observando-se que o transporte da cana colhida já era totalmente mecanizado. O segmento industrial, por sua vez, passou por diversas transformações, ou seja, transformações, organizacional, estrutural e adoção de inovações tecnológicas, medidas verificadas pelo número de fusões e incorporações de usinas e destilarias com o maior volume de investimento estrangeiro e fortalecimento de grupos nacionais, pela aquisição e instalação de novas unidades industriais e pela diversificação da produção. Além disso, para o fortalecimento do setor, foram adotadas estratégias empresarias de integração vertical, com a formação de parcerias, visando aumentar a competitividade”. BURANELLO, Renato M. **Sistema privado de financiamento do agronegócio**: regime jurídico. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 35.

O sistema agroindustrial, como apontam Antônio André Cunha Callado e Aldo Leonardo Cunha Callado, é “[...] o conjunto de atividades que concorrem para a produção de insumos até a obtenção do produto final, independentemente do nível de sofisticação utilizado, base tecnológica ou processo de transformação”.³¹ Logo, como técnica de gestão produtiva, os empreendimentos, como passo primordial na otimização da produção, realizam a organização das diferentes fases de obtenção dos produtos finais do setor.

Nessa esteira, quando da formatação do modo de produção de empreendimentos em sistemas agroindustriais, a administração é costumeiramente dividida em três diferentes fases, conhecidas como “antes da porteira”, “dentro da porteira” e “depois da porteira”. Cada uma dessas fases envolve a aplicação de técnicas específicas voltadas à otimização da linha de produção e o melhor aproveitamento de cada um dos recursos do empreendimento.

A fase “antes da porteira” envolve a preparação para a produção, com investimentos para a compra de maquinários, equipamentos e insumos agrícolas, aprimoramento das técnicas de preparação da terra e de semeadura e a seleção e contratação de mão-de-obra qualificada, tanto para a gestão dos diferentes setores da agroindústria, quanto para a produção propriamente dita. A fase “dentro da porteira” é relacionada ao cultivo da matéria-prima, ou seja, da cana-de-açúcar, no caso do setor sucroalcooleiro e envolve a aplicação das melhores técnicas para o aproveitamento de todo o território destinado às plantações, à logística e semeadura, aplicação de insumos e colheita e, ainda, posteriormente, o seu devido transporte para as instalações da indústria de transformação para do produto final. Por fim, a fase “depois da porteira”, envolve a transformação da matéria-prima nos diferentes derivados, como o açúcar, o etanol, o álcool anidro e a cachaça em produto-final, bem como a distribuição e o transporte dos derivados da produção, o marketing e a efetiva comercialização do material produzido.

Com o crescimento da demanda pelos produtos derivados do setor sucroalcooleiro, os empreendedores vêm lançando mão de diversas técnicas relativas a cada uma das fases da produção. Desse modo, verifica-se um acentuado investimento, tanto na compra de maquinário e na contratação de mão-de-obra especializada, marcando a fase “antes da porteira”, quanto em técnicas de otimização do cultivo da matéria-prima, com a aplicação de técnicas inovadoras, na fase “dentro da porteira”, quanto de aprimoramento da industrialização e de distribuição e marketing dos produtos, na fase “depois da porteira”.

³¹ CALLADO, Antônio André Cunha; CALLADO, Aldo Leonardo Cunha. Sistemas agroindustriais. In: _____. (Org.). **Agronegócio**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008. p. 2.

Ao estudar os sistemas industriais no âmbito do setor sucroalcooleiro, Pedroso Júnior concluiu também que a adequação dos empreendimentos a essas técnicas estruturais acabaram por organizar a produção do setor. Segundo o autor, como atualmente as empresas processadoras de cana-de-açúcar podem ou não produzir a matéria prima que processam (classificando-se em três tipos: as usinas de açúcar sem destilaria anexa, as usinas de açúcar com destilaria anexa e as usinas autônomas), com a organização em sistemas agroindustriais, organizaram-se também, os arranjos institucionais de negociação da matéria-prima para a produção; que representam os modos como se dá a integração entre os diversos agentes deste setor agroindustrial em favor da produção³².

Todos esses investimentos, em prol do aumento da produtividade e da inovação tecnológica das empresas do setor, com a divisão das fases da produção e efetiva organização das relações interempresariais entre os diversos agentes da indústria do açúcar e álcool, marcam de forma expressiva a primeira ordem, como se apontou, de mudanças que vêm atingindo o setor sucroalcooleiro. Revelam, nesse sentido, um desenvolvimento dos meios de produção e a necessidade – que se foca com este estudo – de capitalização, para que essas técnicas possam ser devidamente aplicadas, propiciando a manutenção do crescimento do setor.

Não obstante, ainda a respeito desta primeira ordem de mudanças, relativa aos métodos produtivos, verifica-se, também, como anteriormente destacado, a aplicação de técnicas voltadas à preservação do meio-ambiente e à busca pela sustentabilidade. Isso porque, muito embora o setor sucroalcooleiro tenha permeado uma ascensão deveras significativa desde a sua inserção no território nacional, esse crescimento foi traçado nos moldes da já corrente e impregnada cultura do aproveitamento máximo da terra, do trabalhador e das unidades de produção, sem qualquer preocupação com o meio ambiente.

Nestes aspectos, destacam-se o uso inapropriado da terra, a utilização de agrotóxicos sem a preocupação com os danos que podem causar ao solo e aos rios próximos às plantações, a queimada da cana, promovida antes das colheitas, a exploração do trabalhador, a utilização

³² Segundo Pedroso Júnior, os arranjos institucionais de produção, organizados para coordenar as transações do setor, são basicamente seis; (i) à vista, que representa a aquisição da cana-de-açúcar por meio de compra à vista por parte da usina; (ii) fornecimento sem corte, carregamento e transporte (o que fica à carga da usina compradora); (iii) fornecimento com corte, carregamento e transporte (por parte do produtor); (iv) parceria agrícola, que representa um contrato que da origem a uma sociedade, na qual se vinculam os fornecedores e os processadores; (v) arrendamento, que é uma espécie de aluguel de uma área para o desenvolvimento da cultura, pelo próprio processador; e (vi) produção em área própria (integração vertical), que representa a produção da matéria prima pela própria usina processadora da cana. PEDROSO JUNIOR, Roberto. **Arranjos institucionais na agricultura brasileira**: um estudo sobre o uso de contratos no sistema agroindustrial sucroalcooleiro da região centro-sul. 2008. 173 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. p. 83.

de águas dos rios para resfriamento das caldeiras na fermentação do bagaço, o descarte do bagaço nos rios, o descarte de produtos químicos utilizado na fabricação do açúcar, na natureza, entre outras diversas práticas maléficas ao meio ambiente como um todo. Contudo, essas políticas se revelaram, mais recentemente, totalmente opostas àquelas praticadas no mercado internacional. Isso se constata, principalmente, como já mencionado, em virtude do registro, nas últimas décadas da propagação de políticas ambientais em nível mundial, voltadas para a necessidade de investimentos em combustíveis renováveis, em substituição aos derivados do petróleo, culminando-se, ainda, no recente desenvolvimento da tecnologia dos motores *flexfuel*.

Nessa conjuntura, o setor que pode promover a substituição dos combustíveis fósseis, por natureza, até mesmo com o fito de propagar internacionalmente a ideia da preservação, deve ser um setor voltado à preocupação com as condições ambientais e à necessidade de desenvolvimento sustentável, sob pena de perder o seu lugar, no cenário econômico atual, de setor viável a promover o bem do planeta, em termos de futuro. Dessa forma, o setor sucroalcooleiro, nos últimos anos, também como marco de alterações para se adequar às exigências do mercado internacional, que atualmente se apoia na imponente bandeira ambiental, vem sofrendo mudanças em prol da adequação às normas de preservação do meio ambiente e à busca da sustentabilidade.

Com este propósito, as empresas do setor passaram a tomar uma série de medidas diametralmente opostas às práticas até então implementadas em seus meios de produção, de modo a promover a preservação e a recuperação do meio ambiente, implementar medidas de valorização e de respeito aos direitos dos trabalhadores, bem como de amparar toda a linha de produção, desde o cultivo da cana-de-açúcar, até a produção de seus derivados e a comercialização desses produtos, em nível nacional e internacional.

Quanto à segunda ordem de mudanças, que se refere à organização societária e à administração dos empreendimentos, às mudanças que vêm sendo registradas, relacionam-se com o arcabouço estrutural das empresas do setor. Isso porque, como restou exaustivamente salientado, a indústria de açúcar e álcool cresceu e se desenvolveu sem obedecer a nenhum plano previamente estabelecido. Deste modo que a desorganização dos agentes do setor se perpetrou não só nos meios e técnicas de produção, mas também e de maneira bastante acentuada, na estrutura organizacional empresarial dos diferentes empreendimentos que movimentam o setor.

As empresas do setor sucroalcooleiro, portanto, passaram também a se preocupar com suas respectivas organizações societárias, buscando promover mudanças que tornassem suas

estruturas mais competitivas e hábeis para atender a acentuada demanda percebida em nível mundial pelos derivados da cana-de-açúcar. Desse modo, registraram-se medidas relacionadas à adequação das estruturas societárias dos empreendimentos, que passaram a se organizar individualmente, com a opção pelas diferentes espécies societárias, adequação às normas a ele atinentes, aplicação de medidas para aprimorar a administração e a contabilidade da empresa, tais como, por exemplo, formação de holdings, profissionalização dos administradores, aplicação de técnicas de elisão fiscal, entre outras, além de se organizar, também, para a atuação em conjunto, com a formação de cooperativas, consórcios e formalização de parcerias ou, até mesmo, de união de interesses com formação de grandes grupos de sociedades.

A esse respeito, Bonini Villela aponta justamente essa fase de mudanças, opinando como necessária a sua aplicação às empresas do setor sucroalcooleiro, cujas características são marcadas pela tradição familiar, desprovidas de uma organização previamente planejada e em descompasso com as estruturas que estes empreendimentos podem atingir.³³

Todas as medidas em prol desta reestruturação do setor sucroalcooleiro, cujos detalhes se revelam deveras importantes para os objetivos aqui traçados, serão expostas de maneira pormenorizada no decorrer do desenvolvimento deste trabalho. No entanto, importa destacar, desde logo, que todas essas práticas envolvem uma verdadeira organização da estrutura societária do setor, com investimentos na organização da questão societária das empresas, na profissionalização dos administradores e na definição da melhor modelo social para cada empreendimento ou grupo de empreendimentos.

Destacam-se, nesse sentido, como também será apontado posteriormente, a concentração empresarial, como passo importantíssimo adotado por grande parte das empresas do setor. Nesse sentido, registram-se a conjugação de interesses de diferentes empresas tão somente para a consecução de alguns projetos em conjunto, com parcerias, contratos de *joint ventures* ou até mesmo consórcios empresariais ou, ainda, a efetiva reunião de empreendimentos, com a integração empresarial, por meio de fusões e aquisições e a formação de grupos empresariais.

Pois bem. Todas as mudanças que vêm sendo aplicadas na indústria de açúcar e álcool, sejam elas no intuito de se aumentar a produtividade dos empreendimentos, de adequação às

³³ Sobre essas mudanças, Bonini Villela afirma: “Observa-se, assim, que a cadeia brasileira de açúcar e álcool atravessa um profundo processo de reestruturação, passando de um setor monopolizado por clãs familiares tradicionais para um ramo da economia marcado por novas organizações corporativas, liderado por grandes grupos empresariais nacionais e estrangeiros”. VILLELA, Ana Lucia Bonini. **A formação de joint ventures como alternativa para investimentos estrangeiros no setor sucroalcooleiro brasileiro**. 2008. 122 f. Dissertação (Mestrado em Direito do Comércio Internacional) – Faculdade de História, Direito e Serviço Social, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, 2008. p. 97.

normas administrativas praticadas em nível mundial, em vias de se buscar a sustentabilidade ou, ainda, de ordem estrutural, com a organização societária e a conjugação de interesse de diferentes agentes do setor, envolvem grandes investimentos e, portanto, dependem do levantamento de capital bastante significativo para este fim. Ocorre que, muito embora as empresas do setor sucroalcooleiro venham registrando ultimamente um lucro bastante acentuado, decorrente, principalmente, do aumento da demanda por seus produtos, nem sempre é possível a reunião do capital necessário para todas as implementações, de todas essas alterações.

Nesse sentido, como se pretende demonstrar, entre as diversas formas de reunião de capital, por qualquer empreendimento, entre os quais destacam-se a internalização de lucros e a concessão de crédito por instituições financeiras ou de investidores diretos, a título de investimento, defende-se uma opção, ainda pouco utilizada, porém bastante propícia para as empresas deste setor; qual seja, a abertura de capital. Tal medida, conforme será demonstrado, pode promover a arrecadação do capital necessário para a aplicação do pacote de medidas necessárias ao crescimento e desenvolvimento dos empreendimentos no mercado, diminuindo riscos e, se bem aplicados, aumentando os lucros e dividendos de seus respectivos acionistas.

CAPÍTULO 2 A SOCIEDADE ANÔNIMA COMO INSTRUMENTO DE CAPITALIZAÇÃO E INTEGRAÇÃO EMPRESARIAL

2.1 A Sociedade Anônima Aberta Como Modelo Societário

Muito embora atualmente se registre um elevado número de empresas de pequeno e médio porte, que adotam como modelo estrutural o das sociedades anônimas fechadas, o modelo das companhias abertas compõe, como consistentemente difundido no meio empresarial, uma formatação extremamente interessante para as grandes empresas, principalmente para impulsionar seu crescimento e a conquista de importância no cenário internacional. Isso não significa que o modelo não deva ou não possa ser adotado por empresas de menor porte. Pelo contrário. A opção por este modelo pode propiciar os recursos e a formação da estrutura administrativa necessária para a manutenção das atividades e caso almejado pelos sócios, o crescimento de empresas de menor potencial econômico.

Porém, verdade é, nesse sentido, que o modelo da sociedade anônima, verdadeiro instrumento de reunião de interesses e capitais de diferentes investidores, foi justamente concebido com o escopo de estruturar e, principalmente, financiar empreendimentos de grande envergadura. Nessa esteira, ainda que se discuta, na doutrina nacional e internacional, acerca da verdadeira origem deste modelo societário, não há dúvidas de que sua idealização envolveu a cumulação de capitais de diferentes investidores, para financiar projetos inviabilizáveis sem a conjunção de diversos interesses.

A esse respeito, há estudos que apontam como primeiras raízes da sociedade anônima a estrutura de uma corporação denominada “Casa di San Giorgio”, fundada em Gênova, no ano de 1409, com o escopo de reunir e administrar créditos oriundos de empréstimos tomados pelo governo ao longo dos séculos XII e XIII, principalmente em virtude da guerra contra Veneza. Esses créditos, reunidos em um só e garantidos por bens do governo, teriam sido fracionados em medidas iguais, para serem distribuídos proporcionalmente a cada credor, podendo ser negociados livremente pelos seus respectivos portadores, o que espelharia a forma como são divididas as companhias atualmente. A estrutura desse tipo de corporação, entretanto, ainda que guarde estrita relação com a essência da divisão do capital social das sociedades anônimas, é refutada por diversos autores como origem das sociedades anônimas, pois a “Casa de San Giorgio” foi criada com objetivos totalmente diversos das empresas de capital aberto e sequer poderia, de acordo com a sua estrutura, ser considerada uma sociedade comercial.

Resta assente, portanto, entre os pesquisadores, que a ideia que realmente estruturou as sociedades anônimas atuais, em verdade, tenha sua fase embrionária nas companhias colonizadoras do século XVII, que foram criadas pelos Estados Nacionais europeus, com o propósito de financiar a colonização das terras descobertas por força das Grandes Navegações. A primeira que se tem notícia foi criada na Holanda, em 1602, com o nome de Companhia das Índias Orientais e tinha como objetivo unir o capital de diversos investidores, que recebiam títulos transferíveis relativos aos investimentos, para financiar viagens marítimas. Em sequência, registrou-se a formação de companhias, em moldes semelhantes, também voltadas à navegação, em países como a França, Inglaterra e Portugal. Essas sociedades, justamente com o objetivo de diluir os riscos que envolviam a colonização de novas terras e de contornar dificuldades relacionadas com o poder soberano da corte (no que se refere a delegação de funções e estruturação de administração das novas terras), eram criadas pelo Governo em conjunção com o interesse de nobres investidores, que contribuíam com o capital investido, de forma a deter direitos sobre todo o negócio envolvido; o que acabou por orientar as bases das sociedades anônimas atuais.

Essa fase do desenvolvimento das sociedades anônimas, conhecida como período do *privilégio*, entretanto, era marcada pela total vinculação dos interesses da sociedade ao Estado, que não só dirigia as companhias, como, também, limitava a liberdade de seus investidores. Foi por este motivo que a estrutura, após debates envolvendo ideias pregadas com a Revolução Industrial, modificou-se de modo a permitir-se a constituição das sociedades anônimas tão somente com a autorização do Governo. Esse sistema, que marcou o período da *autorização*, surgiu na França, com o Código Comercial de 1807, onde se utilizou, inclusive, pela primeira vez, a expressão *sociedade anônima*, bem como se fixaram princípios norteadores das companhias atuais, como, por exemplo, o da responsabilidade limitada e da transmissão de ações.³⁴

Mas foi na Inglaterra que se definiu o modo como se disciplinam a maioria das sociedades anônimas comuns até os dias de hoje, em um terceiro e último período, classificado como da *plena liberdade*³⁵ (de constituição) ou de *regulamentação*.³⁶ As sociedades anônimas inglesas, em virtude de seu regime liberal cunhado pela revolução industrial, podiam ser constituídas independentemente de autorização do governo, diferentemente do que se registrava na França, ficando submetidas apenas à regulamentação

³⁴ CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 12.

³⁵ REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, 2 v, p. 5.

³⁶ CASAGRANDE NETO; SOUZA; ROSSI, op. cit., p. 12.

governamental. A legislação francesa, entretanto, após convenções comerciais entre os dois países, influenciada pelo regime inglês, adotou, por meio da Lei editada em meados de 1867, o regime da regulamentação, que acabou sendo refletido para todo o mundo e que é adotado até os dias atuais.

Importa acrescentar, entretanto, que, muito embora atualmente vigore o sistema da regulamentação, no que se refere às sociedades anônimas, permitindo-se a sua livre criação, desde que regulamentada pela legislação vigente, isso não significa dizer que os outros sistemas estão extintos. Em verdade, o sistema do privilégio ainda é visualizado em algumas companhias, vinculadas ao Estado e criadas por lei, que gozam de certas prerrogativas, como, por exemplo, a Petrobrás S.A, a Eletrobrás S.A e a Rede Ferroviária Federal S.A.³⁷ O regime da autorização, do mesmo modo, também ainda permanece vigente, estruturando a criação de determinadas empresas que, para se constituírem e funcionarem regularmente precisam de autorização do Estado, como, por exemplo, as instituições financeiras e as empresas estrangeiras. Acrescente-se, a esse respeito, que esse regime ainda se mantém, pelo fato de que, como apontam Luiz Antônio Soares Hentz e Gustavo Saad Diniz, “[...] determinadas atividades agregam finalidade de interesse estratégico e ampla repercussão social, dependendo de fiscalização estatal desde a criação até a extinção da sociedade empresária.”³⁸

No que se refere ao histórico de surgimento das sociedades anônimas e sua evolução no cenário europeu, as companhias, no Brasil, não cursaram caminhos muito distintos. O primeiro texto normativo que tratou das sociedades anônimas, inscrito no Decreto n. 575 de 1849, também adotava o antigo regime da autorização governamental. Entretanto, esse diploma legal foi logo derogado pela Lei n. 3.150/1882, que, de acordo com a nova diretiva, baseada na experiência inglesa, já instituiu o atual sistema da livre criação. Nessa esteira, a legislação brasileira foi evoluindo, gradativamente, de modo a formatar a estrutura atual das sociedades anônimas, do mercado de capitais e de seus respectivos órgãos reguladores. Inicialmente, consolidando as normas que tratam especificamente das sociedades anônimas, surgiu o Decreto n. 434/1891, que trazia as primeiras regras e direcionamentos deste modelo de sociedade. Em posterior evolução do diploma legal, surgiu, substituindo-o, o Decreto-lei n. 2627/1940, que já trazia inovações, principalmente em função do crescimento industrial brasileiro. Este diploma, também já revogado, deu lugar, em sequência, à atual Lei das

³⁷ REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. 2 v. p. 6.

³⁸ Os autores ainda acrescentam: “Além disso, é interesse do Estado tomar ciência e fiscalizar as atividades econômicas desenvolvidas por empresas nacionais ou estrangeiras em território brasileiro, evitando com isso a ocorrência de atividades ilícitas, não autorizadas ou uma pura e simples evasão de dívidas sem controle e respectiva tributação”. HENTZ, Luiz Antônio Soares. DINIZ, Gustavo Saad. **Sociedades dependentes de autorização**: novo regramento no código civil de 2002. São Paulo: IOB Thomson, 2004. p. 30.

Sociedades Anônimas (Lei das S.A.), de número 6.404, de 15 de dezembro de 1976³⁹, objeto de modificações posteriores inscritas na Lei n. 9.457, de 05 de maio de 1997⁴⁰ e na Lei n. 10.931, de 02 de agosto de 2004.⁴¹

Em paralelo à regulamentação legislativa das sociedades anônimas, foi também objeto de preocupação legislativa, a regulamentação do Mercado de Capitais, que foi disciplinada pela Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965.⁴² No mesmo sentido, pouco antes da edição da atual Lei das S.A., foi criada, por meio da Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976⁴³, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que pode ser considerado como o principal órgão regulador das atividades relacionadas ao Mercado de Capitais. Este organismo tem como principais funções disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado, nele interferindo por meio de instruções que regulam desde o registro de seus agentes, até questões mais complexas, como a organização e funcionamento das Bolsas de Valores e a negociação e intermediação de valores mobiliários.

Toda essa legislação compõe a formatação das sociedades anônimas brasileiras e remete ao modo como são regulamentadas as companhias atualmente. Nessa linha, é de interesse para o presente estudo, com base na legislação ora apresentada, apontar determinadas características específicas da sociedade anônima, particularmente aberta ou de capital aberto, a fim de demonstrar, além da forma como é regulada, qual a sua relação com outras empresas e companhias, com os acionistas e com o mercado de capitais, de modo geral. Sob essa ótica, será possível visualizar no que esta modalidade societária se difere das demais, especialmente das sociedades anônimas de capital fechado e das sociedades limitadas.

³⁹ BRASIL. Lei 6.404, de 15 dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10203.htm Acesso em: 20 jun. 2011.

⁴⁰ BRASIL. Lei 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**. Poder Executivo, Brasília, DF, 5 maio de 1997. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm Acesso em: 21 jun. 2011.

⁴¹ BRASIL. Lei 10.931, de 2 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. Poder Executivo, Brasília, DF, 2 ago. de 2004. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/110.931.htm Acesso em: 21 jun. 2011.

⁴² BRASIL. Lei 4.728 de, 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Oficial da União**. Poder Executivo, Brasília, DF, 14 de julho de 2004. Disponível em: <http://www010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/42/1965/4728.htm> Acesso em: 20 jun. 2011.

⁴³ BRASIL. Lei 6.385 de, 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Oficial da União**. Poder Executivo, Brasília, DF, 07 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm Acesso em: 21 jun. 2011.

Em princípio, torna-se importante traçar a diferença entre as espécies de sociedades anônimas, que podem ser formatadas de duas maneiras; com o capital fechado ou aberto. A forma de distingui-las, conforme estabelece art. 4º, da Lei das S.A., baseia-se na modalidade de negociação dos valores mobiliários por elas emitidos. Se admitidos à negociação em bolsa ou Mercados de Balcão, são abertas; se não admitidos, são fechadas.

Nesse sentido, as sociedades anônimas abertas e os sócios dessas companhias, podem, desde que devidamente cumpridas as exigências dos § 1º a § 6º, do art. 4º, da Lei das S. A, principalmente com o registro da empresa e de seus respectivos valores mobiliários na CVM, negociarem livremente seus papéis nos Mercados de Balcão ou Bolsas de Valores. As companhias fechadas e seus sócios, por outro lado, enfrentam maiores dificuldades ao negociar suas ações, a uma porque não têm acesso aos Mercados de Balcão e Bolsas de Valores, a outra porque o próprio estatuto da companhia fechada, em consonância com o art. 36, da Lei das S.A., pode impor limitações a essas negociações. Ademais, de acordo com referida diretiva legal, determinadas exigências podem ser impostas à negociação das ações das companhias fechadas, desde que o estatuto regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas.

Para o objeto deste estudo, em que se busca, entre outros fins, justamente demonstrar a possibilidade de capitalização de empreendimentos por meio da emissão de novos valores mobiliários a serem oferecidos a investidores diversos, interessa, não o modelo da sociedade anônima fechada, mas, sim, o das companhias abertas. Isso se justifica principalmente pelo fato de que a sociedade anônima fechada, em virtude de conviver com maior possibilidade de restrição à negociabilidade de suas ações, possui, assim como ressalta Rubens Requião, um sabor de sociedade constituída *intuitu personae*, o que faz surgir nitidamente na relação entre os sócios a *affectio societatis*, já que confiança mútua e os laços de amizade ou familiares que une os sócios dessas empresas são alimentados⁴⁴. Essa premissa, entretanto, acaba indo de total encontro ao objetivo aqui traçado, qual seja o de viabilizar aos empreendimentos a possibilidade de atrair uma pluralidade, cada vez maior, de investidores e acionistas.

Outro ponto relativo a este modelo societário que merece atenção se refere à sua natureza jurídica. Com efeito, as sociedades anônimas, principalmente em função da possibilidade de servir de formatação jurídica para grandes empreendimentos, podem vir a influenciar significativamente nas relações econômicas, sociais e políticas, da região onde se

⁴⁴ REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. 2 v. p. 34.

insere. Ademais, há impessoalidade nas relações entre os sócios, pois, como aponta Maria Helena Diniz, o funcionamento de seus órgãos independe dos interesses dos membros que não exercem influência na condução de seus negócios e os sucessores e herdeiros dos acionistas falecidos podem ingressar no quadro societário.⁴⁵ Nessa conjuntura surge a ideia de conferir a este modelo societário natureza institucional, cujas bases se consubstanciam justamente nessa influência das atividades da empresa, além de suas relações privadas e na impessoalidade das relações sociais. Entretanto, segundo Requião, a teoria institucionalista, explica tão somente a atividade social das sociedades anônimas, mas não sua constituição. Com base nessa premissa o autor, afirma que sua natureza jurídica, em verdade é contratual e, como diversos são os atos necessários para a formação de uma sociedade anônima, a natureza deste contrato é plurilateral; o que significa dizer que a natureza jurídica das sociedades anônimas poderia ser definida como de contrato plurilateral.⁴⁶

Não obstante, no que se refere às sociedades anônimas abertas, que de fato interessam a este estudo, tanto a teoria institucionalista, quanto a contratual possuem elementos que podem ser aplicados na definição de sua natureza jurídica. Nesse sentido, pode-se afirmar que as companhias possuem natureza de contrato plurilateral, o que atende a ideia dos vários atos necessários para a sua constituição, porém dada a sua importância no cenário econômico nacional e a impessoalidade das relações pessoais, pode se revestir, além disso, a depender do modo como são conduzidas suas atividades, de um caráter institucional.

Quanto ao objeto social da companhia, que representa os objetivos traçados pelos sócios para o empreendimento ou, ainda, um fim comum perseguido pela empresa, este deve ser definido, assim como estabelece o § 2º, do art. 2º, da Lei das S.A.⁴⁷, de modo preciso e completo no estatuto registrado pelos sócios quando da constituição da sociedade. Ainda nessa linha, qualquer que seja o objeto eleito, a sociedade anônima, a teor do § 1º, do art. 2º, também da Lei das S.A.⁴⁸, será sempre comercial. Deste modo, independentemente da ideia traçada pelos sócios, quando da sua constituição, não há nenhuma sociedade anônima que não seja considerada mercantil.

Outra característica peculiar da sociedade anônima recai sobre o nome empresarial. As companhias, exatamente pela desvinculação dos sócios para com a pessoa jurídica da sociedade, não podem adotar “firma” ou “razão social”, mas, sim, tão somente, “denominação social”, que não guarda, necessariamente, qualquer relação com o nome de seus fundadores

⁴⁵ DINIZ, Maria Helena. **Lições de direito empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 110.

⁴⁶ REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. 2 v. p. 28.

⁴⁷ “§ 2º O estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo”.

⁴⁸ “§ 1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.”

ou acionistas. Muito embora seja possível nomear a sociedade com o nome de um fundador ou acionista, a título de homenagem, via de regra, as companhias recebem uma denominação que substitui nomes de pessoas ou sócios; denominação esta que deve, obrigatoriamente, ser acompanhada da expressão “sociedade anônima” ou, ainda, desde que no início da denominação, do vocábulo “companhia.”⁴⁹

No que se refere à divisão do capital social, as sociedades anônimas, diferentemente da maioria dos outros modelos societários, têm o seu capital social dividido em ações, que, assim como as quotas, de outros modelos societários, representam uma fração ideal do capital social do empreendimento. Uma vez que as ações têm valor variável no mercado, a responsabilidade dos sócios para com a sociedade representa somente o valor de emissão de cada ação subscrita. Esses títulos, devido à sua natureza, podem ser comercializados livremente pelos sócios, em Mercados de Balcão e Bolsas de Valores, o que afasta deste tipo societário a caracterização *intuitu personae*. Essa característica é fundamental para as companhias, visto que, ao mesmo tempo em que permite a emissão de novas ações, em vias de capitalização do empreendimento, atrai novos acionistas, que se interessam por esses papéis, em vista da alta liquidez que eles proporcionam.

Nesse sentido, as sociedades anônimas, sempre que precisarem se capitalizar, podem promover oferta de novas ações ao público, no que é chamado de oferta pública primária. Essa nova oferta, contudo, deve ser regularmente, registrada e autorizada pela CVM, que, após o registro dos novos valores mobiliários, regulará e fiscalizará toda a negociação. A emissão de novas ações, ressalte-se, envolve o aumento do capital social, o que, se já não previsto no estatuto da companhia, depende da prévia e devida aprovação pelos órgãos de administração, com a posterior alteração estatutária.

Importa acrescentar, a esse respeito, que a companhia, prevendo uma futura capitalização por subscrição de novas ações, pode, desde a sua constituição, criar o chamado *capital autorizado*. Esse sistema, de acordo com o art. 168, da Lei das S.A.⁵⁰, consubstancia-se em uma autorização, inserida no estatuto da companhia, para o aumento do capital social, independentemente de reforma estatutária. Desse modo, a sociedade, quando do registro de seu estatuto, pode, desde logo, consubstanciar em seu texto estatutário, uma previsão de

⁴⁹ O art. 3º, da Lei das S.A estabelece: “Art. 3º A sociedade será designada por denominação acompanhada das expressões ‘companhia’, ou ‘sociedade anônima’, expressas por extenso ou abreviadamente, mas vedada a utilização da primeira no final”. BRASIL. Lei 6.404. de 15 dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10203.htm Acesso em: 20 jun. 2011.

⁵⁰ Assim dispõe o art. 168, da Lei das S.A.: “Art. 168 O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária [...]” Lei 6.404/1976. Ibid., on-line.

aumento do capital social com base no valor deste capital ou, até mesmo, no número de ações a serem emitidas. O sistema do capital autorizado, anote-se, não se confunde com as espécies de sociedades anônimas (abertas ou fechadas), podendo, inclusive, ser adotado tanto por companhias abertas quanto fechadas.

Como modalidade de ofertas de ações ao público, concomitantemente ou paralelamente à oferta primária de novas ações, a companhia pode, também, caso os sócios tenham interesse em dispor de suas ações, oferecê-las ao público por meio de uma oferta secundária. Nessa modalidade de oferta pública, os investidores adquirem, em verdade, ações de outros acionistas e não novos títulos da companhia. A venda dessas ações, portanto, envolve tão somente os acionistas da empresa e novos investidores, não havendo qualquer alteração no capital social da sociedade anônima.

Ainda acerca da capitalização das sociedades anônimas, além das ações, as companhias podem lançar mão de outros títulos para se capitalizar, oferecendo ao público outros valores mobiliários, devidamente previstos na Lei das S.A., tais como as debêntures, os bônus de subscrição e as notas promissórias. Esses papéis, como também são conhecidos, são oferecidos, via de regra, à título de investimento a longo prazo, com um retorno previamente determinado e, assim como as ações, podem ser negociados livremente pelos investidores. No decorrer deste estudo, propriamente no que se refere às vantagens da abertura de capital, como forma de capitalização de empreendimentos, haverá tópico próprio tratando pormenorizadamente acerca de cada um dos principais valores mobiliários.

Em verdade, um grande atrativo para os investidores na sociedade anônima recai justamente sobre os títulos por ela oferecidos, que têm como característica extremamente vantajosa a sua altíssima liquidez. Em decorrência disso, o investidor ou sócio da companhia, pode, a qualquer tempo, após a aquisição dos papéis, vendê-los, em Bolsa de Valores ou Mercados de Balcão, resgatando o capital com lucro ou prejuízo, a depender do seu respectivo valor de mercado. Toda a movimentação de compra e venda de títulos, potencializada pelos avanços da informática, permite que sejam realizadas inúmeras operações instantâneas, de compra e venda de valores mobiliários, em nível mundial, dinamizando o mercado e promovendo o giro da economia global, a ressaltar, ainda mais, a importância deste tipo societário.

Quanto a administração das companhias, a legislação exige uma estrutura organizacional própria, definida pela Lei das S.A., que é basicamente composta por três diferentes órgãos, Assembleia Geral (ordinária ou extraordinária), a Diretoria e/ou Conselho de Administração e o Conselho Fiscal. A Assembleia Geral é considerada o principal ente de

administração das sociedades anônimas, pois concentra as principais decisões relativas à companhia e ao seu objeto social, tais como aquelas relativas à reforma do estatuto social, eleições ou destituições de administradores, autorização para emissão de valores mobiliários, entre outros. A Assembleia Geral ordinária é realizada anualmente e pode ser instalada com quórum de 1/4 do capital social com direito a voto, tornando-se obrigatória a realização de tal assembléia, nos primeiros quatro meses de cada exercício financeiro. A Assembléia Extraordinária pode ser convocada sempre que necessário, sendo validada com quórum de, no mínimo, 2/3 dos do capital social com direito a voto; ressalvada a possibilidade de instalação com qualquer número de acionistas presentes, em segunda convocação. Se a Assembleia Extraordinária, entretanto, for convocada para tratar de reforma estatutária, exige-se um quórum qualificado de, no mínimo, metade do capital social com direito a voto.

O órgão executivo da sociedade anônima é delegado a dois diferentes entes; a Diretoria e o Conselho de Administração. Contudo, se a companhia for de capital fechado e não houver, em seu estatuto, previsão de capital autorizado, pode compor apenas a Diretoria ou seja, dispensa-se a existência de Conselho de Administração. O Conselho de Administração funciona como um órgão de deliberação colegiada, formado por, no mínimo, três membros acionistas, eleitos por Assembleia Geral, por um mandato máximo de três anos, facultando-se a reeleição. A Diretoria é considerada o órgão executivo e representativo da sociedade e é composto por, no mínimo, dois membros, não necessariamente acionistas da companhia, eleitos pelo Conselho de Administração ou por Assembleia Geral, também para um mandato de, no máximo, três anos, facultando-se a reeleição. Tanto os membros da Diretoria quanto do Conselho de Administração geral podem ser destituídos de seus cargos a qualquer tempo.

Há, ainda, como órgão fiscalizador da sociedade, o Conselho Fiscal, cujas atividades são, obrigatoriamente, previstas no estatuto social. Composto por, no mínimo, três e, no máximo, cinco membros, acionistas ou não, o órgão protege os interesses dos membros da sociedade, pois colhe as informações necessárias para a fiscalização das atividades dos administradores, na condução da companhia e no exercício do objeto social. O órgão, apesar de obrigatório, não precisa ser permanente, podendo ser instalado, a cada exercício fiscal, em Assembleia Geral, a pedido de acionistas que representem, no mínimo, um décimo das ações com direito a voto ou 5% das ações sem direito a voto.

Em verdade, a administração das companhias é assim estruturada exatamente em função da preocupação do legislador com o cumprimento do objeto social, por parte dos administradores de sociedades anônimas abertas. Em se dividindo a administração da

companhia em diferentes entes, de modo a submetê-la ao crivo de um órgão específico, para fiscalização bem como realização obrigatória de assembleias, o legislador procurou cercar a companhia de maiores cuidados, exatamente em função de sua importância no cenário econômico em que se insere. Protegem-se, deste modo, tanto os acionistas da empresa, quando outros investidores que pretendam, adquirindo títulos de outros sócios ou quando da emissão de novos títulos, aplicar capital na companhia.

Outro aspecto das sociedades anônimas, especialmente abertas, é relativo ao controle exercido por seus acionistas. Uma vez que as ações da companhia podem ser negociadas livremente no mercado de capitais, o número de sócios de uma mesma sociedade, via de regra, é bastante elevado. Desse modo, o controle da sociedade anônima, conforme encartado no art. 116, da Lei das S.A.⁵¹, acaba necessariamente recaindo sobre um acionista ou um grupo de acionistas (vinculados por acordos), que possui o maior número de votos decisivos nas assembleias; o que, conseqüentemente, permite ao acionista ou o grupo de acionistas a ditar os parâmetros diretivos da companhia.

O acionista ou grupo controlador, importa acrescentar, exatamente em função de seu poder, no que se refere à administração da sociedade, possui responsabilidade objetiva por eventuais atos prejudiciais à companhia. Nesse sentido, a Lei das S.A. prevê uma série de atividades, do controlador, consideradas atentatórias aos interesses da companhia, que vão desde a tomada de decisões que desviem a empresa de seu objeto social, entre muitos outros, entre os quais o exercício de atividades ilegais por meio da ou em nome da companhia. Essas normas, justamente em função da quantidade de ações que circulam no mercado, à disposição de qualquer interessado, compõem mais uma medida de proteção aos acionistas e investidores envolvidos com a companhia.

Ainda como característica específica das sociedades anônimas, acrescenta-se, também, a publicidade da respectiva escrituração contábil. Trata-se, esta particularidade, de verdadeira obrigação decorrente do art. 176, da Lei das S.A. e se baseia na necessidade de publicação, em cada exercício social (período de um ano, não necessariamente coincidente com o ano calendário), de demonstrativos financeiros relativos ao balanço patrimonial, aos lucros e prejuízos, aos resultados do exercício social e às aplicações dos recursos das companhias.

⁵¹ O art. 116, da Lei das S.A. dispõe: “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de votos, ou sobre controle comum, que:

a) É titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) “Usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” Lei 6.404/1976. BRASIL. Lei 6.404. de 15 dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10203.htm Acesso em: 20 jun. 2011.

Ainda no que se refere à publicidade das atividades da empresa, a sociedade anônima, por força do § 4º, do art. 157, da mesma lei, tem o dever de informar a Bolsa de Valores e publicar, na imprensa, qualquer deliberação dos órgãos administrativos ou fato relevante que possa influir nas decisões dos investidores, no sentido de comprar ou vender ações da companhia.

A ideia do legislador, com tais regras, foi a de, exatamente, assim como outras acima apontadas, proteger os interesses dos acionistas e investidores da sociedade anônima, trazendo mais um meio de facilitar a sua respectiva fiscalização, por parte da CVM e de todos os eventuais interessados, referentemente ao modo como as companhias são administradas. Essas exigências, entretanto, muitas vezes são consideradas obstáculos para alguns empreendimentos abrirem o capital, justamente pelo fato de que, como sociedades anônimas, as empresas se obrigam a abrir ao público suas atividades financeiras, revelando o trânsito do capital nos negócios por elas exercidos, bem como qualquer decisão de cunho administrativo, que se tomem na gestão das atividades da empresa. Não obstante, a demonstração financeira e a divulgação dos fatos relevantes são, de fato, necessárias, pois contribuem para a dinâmica do mercado de capitais e tornam mais seguras e transparentes as relações entre os investidores e as diferentes companhias registradas na CVM.

Todas as características acima descritas referem-se à forma como se regulamentam, administram-se e se inserem no mercado as sociedades anônimas, em especial abertas. No que se refere a este estudo, as considerações traçadas, importam no sentido de que qualquer empresa que tenha como estratégia empresarial abrir o capital, tornando-se uma sociedade anônima, terá que se adequar à legislação atinente a este modelo societário, atendendo as regras acima pormenorizadas, em especial no que diferem do modelo societário de que se encontram revestidas, antes da respectiva alteração. Porém, ao tratar do processo de abertura de capital, serão levantadas as questões relativas a essas alterações e como elas se dão no campo prático.

Necessário que se aponte, por fim, que outras eventuais considerações acerca das sociedades anônimas, não detalhadamente descritas neste tópico e que eventualmente interessem ao foco deste estudo, serão abordadas no decorrer do desenvolvimento deste trabalho.

2.2 Abertura de Capital como Estratégia Jurídico Empresarial

Um dos principais questionamentos que surgem quando se trata da abertura de capital de empreendimentos, gira em torno dos motivos pelos quais a empresa lança mão dessa alternativa. Ou, melhor, em nível de indagação, por que uma empresa deve abrir seu capital e quais os benefícios que perceberá com a abertura? Essa indagação é extremamente importante, pois a decisão de alteração do modelo societário é muito delicada e envolve uma mudança radical na condução dos negócios de qualquer empresa. Logo, é necessário que todas as vantagens dessa operação sejam muito claras e balanceadas, para que atinjam o empreendimento necessariamente de forma positiva, de modo a proporcionar sua ascensão no mercado.

Para que se tenha uma ideia, a decisão pela abertura de capital não envolve tão somente a alteração do contrato social, a inscrição da empresa e o respectivo registro, na CVM, dos papéis que pretende lançar no mercado de capitais. Também, em igual ou superior importância, em vias de adequar a empresa ao modo como se formata a sociedade anônima, assim como detalhado no tópico acima, envolve mudanças no quadro administrativo, com a criação, por exemplo, dos órgãos administrativos exigidos pela Lei das S.A.; o modo e o valor do recolhimento dos impostos e taxas para a abertura de capital e registro da companhia e dos valores mobiliários por ela emitidos; a publicidade dos fatos relevantes relativos à administração; a publicidade, também, dos balanços e demonstrativos financeiros, conhecidos como *disclosure*; a sua relação com os sócios/acionistas e investidores, tal como distribuição de lucros e resultados; além de muitos outros.

A esse respeito, Humberto Casagrande Neto, Lucy A. Souza e Maria Cecília Rossi, afirmam que antes de tudo isso, quando se trata da abertura de capital de um empreendimento, há de se enfrentar, também, questões ligadas à equação de viabilidade do procedimento e de conjugação dos interesses dos acionistas, o que tais autores dividem em dois aspectos; o técnico e o subjetivo⁵². O aspecto técnico, segundo os autores, “[...] envolve os cálculos de viabilidade de projetos, taxas de retorno, fontes de financiamento, custos, disponibilidade de recursos, preço de emissão, etc.”; já o subjetivo corresponde a assuntos relacionados à cultura empresarial, ou melhor, à “[...] disposição dos acionistas controladores em assumir riscos,

⁵² CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 40.

prestar informações ao público, aceitar a presença de novos acionistas, respeitar os direitos dos acionistas minoritários, entre outros”.⁵³

A decisão, portanto, precisa ser muito bem ponderada pela administração da empresa e deve se fundar, entre outros aspectos, tanto nas vantagens quanto nas futuras implicações e obrigações decorrentes da abertura de capital. Entre todas as razões, que podem ser consideradas positivas, mas, eventualmente, até negativas, em termos de prós e contras, importa mencionar, por primeiro, os aspectos inegavelmente positivos, que motivam e até recomendam a abertura de capital, com especial destaque para os motivos mais relevantes de se adotar essa opção. Em sequência, necessário que se aponte, de forma detalhada, o procedimento a ser adotado para a abertura de capital e, posteriormente, quais as dificuldades a serem enfrentadas e como seriam contornáveis, em torno da nova formatação da companhia.

A sociedade anônima, como detalhadamente descrito em tópico anterior, possui uma estrutura administrativa e financeira bastante diferente daquela aplicada a outros modelos societários, pois conta como base para captação de recursos, como a oferta de ações e outros valores mobiliários a uma pluralidade desconhecida de investidores. Justamente em função disso, as companhias gozam de vantagens diferenciadas ao operar no mercado, às quais outras empresas, revestidas de modelos societários outros, não têm acesso. Essas particularidades, atinentes tão somente a este tipo societário, que as diferenciam sobremaneira dos outros, é que verdadeiramente representam os motivos pelos quais as empresas optam por abrir o capital, não obstante todas as obrigações decorrentes desse processo.

A esse respeito, destacam-se, entre os diversos benefícios atinentes à abertura de capital, os dois principais diferenciais da sociedade anônima, que se ligam intimamente ao foco deste estudo; quais sejam, o fato de que a empresa, ao abrir o capital, passa a ter maior acesso a capital com retorno a longo prazo, aferido por meio da emissão de ações e demais títulos mobiliários; além da possibilidade de utilização desses mesmos títulos como forma de pagamento a sócios e investidores, em aquisições de outras empresas, o que também impulsiona o crescimento da companhia.

Com a abertura, a companhia passa a ter mais acesso ao capital, pois diferentemente das empresas que se revestem de outros modelos societários, quando precisa se capitalizar, a empresa passa a ter, como alternativa, a possibilidade de lançamento, no mercado, de novas ações ou valores mobiliários, atraindo investimento do público do mercado de capitais, com a promessa de retorno a longo prazo. A sociedade anônima, portanto, ao idealizar novo projeto,

⁵³ CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 40.

para atingir novo setor da economia, para construir novas unidades ou para aumentar a linha de produção ou, ainda, para fazer novos investimentos, adquirir outras empresas ou, até mesmo, para restaurar seu passivo, tem a opção de lançar novos títulos no mercado de capitais, reunindo um capital diferenciado, exatamente por ser na maioria das vezes de longo prazo. Valores estes que, ressalte-se, certamente, a empresa teria dificuldade em reunir com a internalização de lucros ou mesmo perante terceiros, como, por exemplo, de instituições financeiras, que cobrariam encargos elevados e exigiriam um retorno em prazo muito menor ou até junto a investidores de capital de risco, que passam a influir consideravelmente na gestão da sociedade.

Necessário, anotar, nesse sentido, que o simples fato da empresa abrir o capital, não implica na necessária ou imediata oferta de valores mobiliários no mercado de capitais. É possível que a empresa promova a abertura de capital, com a respectiva regularização perante a CVM e demais órgãos relacionados ao mercado de capitais e somente depois de passado algum tempo emita novas ações, debêntures, notas promissórias, entre outros. A capitalização das sociedades anônimas abertas será, contudo, objeto de tópico próprio, onde será demonstrada a forma como se realiza e, especificamente, a forma e quais valores mobiliários que podem ser emitidos.

Também objeto de destaque no decorrer do trabalho é a possibilidade de fazer uso da estrutura da sociedade anônima, que tem por característica a emissão de novas ações e valores mobiliários, para promover a concentração entre a companhia e outras empresas. Com efeito, grande parte dos meios de se viabilizar a integração entre diferentes empreendimentos, envolve a reorganização societária dos envolvidos. Via de regra ocorre, portanto, a aquisição de uma das empresas envolvidas ou ao menos de parte dela, com a compra e venda de cotas sociais e a transferência do controle da sociedade objeto da operação. É justamente nesse ponto que se identifica a vantagem das companhias, nesse tipo de processo. Enquanto outras empresas, de diferentes modelos societários, remuneram as cotas adquiridas apenas em dinheiro, as companhias podem se valer, também, para pagar as aquisições, de ações e demais valores mobiliários da companhia. Esses títulos funcionam, desse modo, como verdadeiras moedas de troca nas operações de concentração empresarial. Essa estratégia empresarial é bastante interessante, tanto para a companhia adquirente, que impulsiona o seu crescimento, quanto para os sócios de ambas as empresas envolvidas, que passam a ser proprietários de ações de uma companhia mais forte e revitalizada pela nova aquisição.

Além desses benefícios, de ter maior acesso a um capital de longo prazo e da possibilidade de aquisição de outros empreendimentos, a empresa revestida do modelo da

sociedade anônima conta, também, com vantagens outras, próprias deste tipo societário. Entre esses aspectos positivos, destacam-se a liquidez patrimonial, que proporciona aos seus sócios e investidores; a criação de um referencial de avaliação do negócio, baseado no valor de mercado de seus títulos; a melhoria de sua imagem institucional; a possibilidade de reestruturação de seu passivo; e, ainda, o fortalecimento do relacionamento com seu público de fornecedores, consumidores e, inclusive, funcionários.

Todos esses benefícios representam, de modo geral, os principais motivos decorrentes da abertura de capital ou até mesmo os estímulos à escolha desta opção, por empresas revestidas de outros modelos societários, já que, como demonstrado, fortalecem o empreendimento e o projetam para um crescimento seguro e bem edificado. É importante, entretanto, abordar com maiores detalhes as principais dessas vantagens, relativas à capitalização do empreendimento e a possibilidade de aquisição de outras empresas, que influenciam diretamente no modo de condução da administração da sociedade e se relacionam incisivamente com o enfoque temático deste trabalho, abordando-se, em sequência, em linhas gerais, outros aspectos positivos relacionados com a abertura de capital.

2.2.1 Abertura de Capital como Instrumento de Capitalização do Empreendimento

Qualquer empreendimento que tenha por objetivo realizar novos projetos, majorar sua área de atuação, conquistar novos mercados, enfim, iniciar qualquer empreitada em vias de alavancar o seu crescimento, independentemente de seu tipo societário, precisa de capital para engendrar as mudanças que se fizerem necessárias nesse intento. Ocorre que, reunir o capital necessário para este fim, não é uma tarefa muito simples e implica na assunção, pela empresa, de obrigações diretamente ligadas ao represamento de crédito. Nesse sentido, levantar capital para a restauração de passivo ou para aplicação em novos projetos, exige que o empreendedor lance mão, em síntese, de duas alternativas; a internalização dos lucros ou a captação de recursos junto a terceiros.

A internalização dos lucros ou, melhor, o represamento dos lucros da empresa, por um determinado período, com a intenção de investir no seu crescimento, pode ser considerado, em primeiro plano, como a melhor das alternativas, pois a empresa não depende de ninguém, a não ser dela própria, para implementar tal medida. Dessa forma, o capital a ser utilizado, por já pertencer ao empreendimento, não implicará na assunção de nenhuma dívida ou obrigação por parte da empresa, tampouco motivará restrições às ideias relacionadas com os

investimentos objeto da internalização dos lucros; o que certamente ocorreria na captação de crédito junto a terceiros.

Por outro lado, o empreendimento que lança mão desta forma de represamento de capital, não vislumbra uma diluição dos riscos relacionados à nova empreitada, pois assume sozinho o prejuízo que eventualmente vier a suportar. Além disso, reunir capital nem sempre é tão fácil; a uma, porque considerando-se as diversas despesas que o empreendimento tem, para o exercício de suas atividades, implica em que a margem de lucro não seja sempre alta, quando não, como se registra em muitas empresas, sequer existe. A outra, porque em muitas das vezes os lucros já têm destinação certa, como, por exemplo, com projetos em andamento, com adimplemento de parcelas de contratos de concessão de crédito ou, ainda, com a distribuição aos sócios, que, em muitos casos, não abrem mão de tal numerário.

Resta, nesse cenário, para os empreendimentos, a alternativa, que não a internalização dos lucros da própria empresa, de captação de recursos junto a terceiros. Por esse sistema, para não utilizar os seus próprios recursos, que, às vezes, como se apontou, sequer existem, as empresas podem recorrer a terceiros, que disponibilizam capital como forma de investimento, para ser aplicado no empreendimento e gerar retorno, na forma de lucro, tanto para a própria empresa quanto para o investidor. Essa forma de capitalização, muito embora possa ser viabilizada de diversas formas, basicamente ocorre em dois dos diferentes mercados financeiros que compõe o sistema financeiro⁵⁴; o mercado de crédito e o mercado de capitais.

O mercado de crédito, em termos gerais, centraliza as negociações, a curto, médio e longo prazos, dos recursos que se destinam ao financiamento de consumo para os indivíduos e de capital de giro para as empresas, concedidos principalmente pelos bancos comerciais.⁵⁵ A busca de recursos neste mercado representa, a grosso modo, o endividamento da empresa para com instituições financeiras. Ademais, o capital geralmente é injetado na empresa como forma de investimento considerado de risco, por parte dessas fontes financeiras, motivo pelo qual, via de regra, somente é concedido sob determinadas condições previamente

⁵⁴ Casagrande Neto, Souza e Rossi descrevem os mercados que compõe o sistema financeiro: “De acordo com os produtos ou serviços financeiros prestados, o sistema financeiro pode ser segmentado em mercado monetário, de crédito, de câmbio e de valores mobiliários, havendo, contudo, interconexão e crescente convergência entre os mesmos”. CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 21.

⁵⁵ A esse respeito, Lameira explica: “[...] As relações contratuais são assumidas em contrato estabelecido entre as instituições financeiras (bancos comerciais ou de investimento) e as empresas (em alguns casos também entre indivíduos e bancos comerciais). “Os recursos emprestados por essas instituições são captados junto a terceiros, e a análise do risco do empréstimo e possíveis perdas daí provenientes serão absorvidas pela instituição financeira, subsistindo o risco para os clientes aplicadores da instituição, caso esta instituição apresente risco de insolvência financeira”. LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003. p. 7.

especificadas em contrato. Essas exigências, na maioria das vezes, envolvem a destinação dos valores concedidos, os prazos de retorno e os lucros que serão aferidos pelos investidores quando do retorno; tudo o que se liga intimamente ao risco assumido com a disponibilização do capital investido.

A forma mais comum de captação de recursos no mercado de crédito, entre muitas delas, ocorre com a procura, pela empresa, por bancos comerciais ou de investimento. Nesta modalidade de acepção de crédito, amparados por diferentes instrumentos contratuais firmados entre a empresa e a instituição financeira, somente são concedidos após aprovação dos projetos a serem implementados pela empresa e os valores devem ser devolvidos em prazo previamente fixado, com o devido acréscimo de juros, correção monetária, além de outros encargos inscritos nos contratos formalizados. Trata-se do tradicional financiamento, que, além de sobrecarregar a empresa, implica, também, em vencimento de parcelas, a serem honradas, nos respectivos prazos, sob pena de inadimplemento contratual, com vencimento antecipado de todas as demais parcelas a vencer, de modo a acumular não somente os riscos, mas, também, os valores financiados, nas mais das vezes, majorados por encargos contratuais absurdos.

Outra forma de conseguir crédito junto a terceiros decorre da formalização de negócios na esfera da indústria do capital de risco, que se realiza principalmente por meio do *venture capital* ou do *private equity*. Esse palco de negociações promove o investimento e a aquisição de uma parcela do capital social da empresa por um terceiro interessado em suas possibilidades de ascensão no mercado. Esse terceiro, investidor, visa justamente propiciar o crescimento econômico do empreendimento e, posteriormente, transcorrido o tempo determinado em contrato, desinvestir o capital aplicado, acrescido do lucro almejado. No período em que o capital permanece na empresa, participa ativamente da administração e busca conduzir o empreendimento ao sucesso, até como meio de proteger e garantir seu investimento.

Essa alternativa, contudo, muito embora se canalize ao crescimento e ao desenvolvimento das atividades da empresa, implica na entrada de um terceiro, com considerável poder de decisão no quadro administrativo da empresa. Considerando-se, nesse sentido, que a influência exercida pelo investidor será direcionada a atender principalmente os seus interesses, pode representar uma alteração no foco da empresa. Isso além do fato de que caso o investidor visualize como inviável a concretização do que avençado em contrato, pode tentar desinvestir o capital antecipadamente, buscando absorver o mínimo de prejuízos

possível, além de deixar a empresa em uma situação delicada no que se refere à continuação de seus negócios.

Ambas as vias de escolha, portanto, implicam na assunção pela empresa de obrigações e deveres, cujo cumprimento necessariamente estará vinculado ao sucesso do projeto que se pretende engendrar. Além disso, a percepção de recursos, por meio de contrato de concessão de crédito, ou da entrada de um investidor por meio do *venture capital* ou do *private equity*, conta com várias outras peculiaridades que limitam a liberdade da empresa; como, por exemplo, a aprovação do projeto, pela instituição financeira ou investidor que concederá o crédito, - o que, necessariamente limita a liberdade dos empreendedores, tanto quando da elaboração do projeto, quanto quando da sua aplicação - além do custo do crédito, que remonta ao pagamento de juros, correção monetária e outros encargos, a submissão aos interesses do investidor, a alteração do foco almejado pelos sócios anteriormente à formalização do contrato, entre outras implicações, como retro aludido.

A outra modalidade de reunião de recursos junto a terceiros, porém com particularidades bastante diferentes, tem como cenário o mercado de capitais. Neste mercado, resumidamente, concentram-se operações de longo prazo ou de prazo indeterminado, com o objetivo de financiamento de um complexo industrial, da compra de máquinas e equipamentos, ou obtenção de sócios, ou parcerias para a capitalização de empresas já existentes no mercado ou que estejam se constituindo.⁵⁶

⁵⁶ LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003. p. 9.

Neste mercado, ocorre a negociação dos valores mobiliários das companhias, que são emitidos justamente com o objetivo de capitalizar o empreendimento. Contudo, a emissão de papéis, no mercado de capitais, somente se viabiliza para as sociedades anônimas abertas e, mais recentemente, em condições especiais, para emissores não registrados como companhias abertas, exclusivamente nas ofertas públicas com esforços restritos, prevista na Instrução CVM n. 476 de 16 de janeiro de 2009⁵⁷, alterada pelas instruções 482 de 05 de abril de 2010 e 488 de 16 de dezembro de 2010.⁵⁸

A abertura de capital funciona, portanto, em linhas gerais, como uma porta de entrada para a empresa, no mercado de capitais e, conseqüentemente, os valores mobiliários, emitidos pela companhia, como os principais meio de capitalizá-la, pois lhe proporcionam, diferentemente da busca de capital no mercado de crédito, recursos com retorno a prazos maiores ou até mesmo indeterminados. A esse respeito, é justamente nessa forma de captação de recursos pelas companhias, caracterizada pela emissão de títulos para serem negociados no mercado de capitais, que se visualiza um dos principais motivos, se não o principal, para um empreendimento abrir o capital e se revestir juridicamente do modelo da sociedade anônima.

Sob esse aspecto, as companhias, diferentemente de empresas que se revestem de outros modelos societários, contam com outra vantagem, diretamente ligada aos títulos, papéis, que viabilizam sua capitalização. Como após o lançamento, no mercado de capitais, esses papéis podem ser negociados pelos sócios da companhia livremente, representam um investimento de altíssima liquidez; o que atrai substancialmente o interesse de investidores

⁵⁷ MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Comissão de Valores Mobiliários**. Legislação e regulamentação: Instrução CVM nº 476 de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Publicada no DOU de 19.01.09. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\inst\inst476.PDF>. Acesso em: 14 nov. 2010.

⁵⁸ A instrução CVM 476 de 16 de janeiro de 2009, alterada pelas instruções 482 de 05 de abril de 2010 e 488 de 16 de dezembro de 2010, autorizou a emissão de debêntures não conversíveis ou não permutáveis em ações, notas comerciais, cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira, e outros títulos menos usuais, a emissores não registrados como companhias abertas. Essas ofertas, entretanto, além de uma série de exigências elencadas na referida instrução, se limitam à emissão de alguns títulos específicos, devem ser intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e podem ser oferecidos apenas a 50 (cinquenta) investidores, tidos como “qualificados” e adquiridos ou subscritos por somente 20 (vinte) desses potenciais compradores. Esses “investidores qualificados” são arrolados no artigo 109 da instrução CVM 409 de 18 de agosto de 2004, tais como as instituições financeiras, as companhias seguradoras e sociedades de capitalização, as entidades abertas e fechadas de previdência complementa, as pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, entre outros. O que se extrai desta recente instrução normativa da CVM é que foi criada uma nova fonte de capitalização para os empreendedores que se disponham a lançar títulos a serem negociados no mercado de capitais. Contudo, essa possibilidade de emissão de valores mobiliários por empresas outras que não a sociedade anônima aberta, não inibe, tampouco desvaloriza a ideia da abertura de capital, como uma grande estratégia de capitalização de empreendimentos.

por esses títulos. Além disso, os valores mobiliários que circulam nas Bolsas de Valores ou Mercados de Balcão, possuem, além do valor de emissão, um valor de mercado, que varia constantemente de acordo com diversas variáveis econômicas; o que pode trazer aos investidores, que negociam esses títulos, a combinação de lucros altos, com prazos curtos. Essa equação, além de outras vantagens, funciona como mais um atrativo à negociação de ações e valores mobiliários no mercado de capitais, tornando ainda mais interessante para a empresa a abertura de capital e a emissão desses títulos.

As ações e os valores mobiliários podem ser considerados, portanto, como verdadeiros *instrumentos financeiros* de capitalização das companhias, pois além de funcionarem como meio para a injeção do capital necessário para a restauração do passivo, promoção de projetos, entre outros, atraem uma ordem diferenciada de investidores, que optam por injetar seu capital nesse tipo de investimento, em detrimento de outros, com liquidez ou rentabilidade menor. O jurista português José Engrácia Antunes, em estudo direcionado exatamente a estes instrumentos financeiros, destaca que, atualmente, eles desempenham uma função de financiamento empresarial em sentido amplo, pois por meio desses instrumentos, os empresários obtêm junto do mercado de capitais recursos tanto para sua constituição, como funcionamento e expansão do empreendimento.⁵⁹

Por esse motivo, interessa tratar particularmente de cada um dos títulos emissíveis pelas sociedades anônimas ou instrumentos financeiros; quais sejam, as ações, debêntures e *commercial papers* (nota promissórias), que efetivamente promovem a capitalização da companhia; além de outros tais como os bônus de subscrição, partes beneficiárias e os *american depositary receipts* e *brasilian depositary receipts*, que podem propiciar, ainda que indiretamente, o aumento do capital da empresa. Importa destacar, todavia, que muito embora esses títulos possuam diversas particularidades, de considerável importância, o objetivo deste estudo não é esgotar os conteúdos atinentes a cada um deles. No entanto, é relevante trazer considerações a respeito desses instrumentos financeiros, principalmente no que mais interessa a este estudo, que propriamente diz respeito à capitalização das empresas que optam por abrir o capital. O objetivo, portanto, é traçar, em linhas gerais, o funcionamento de cada título e abordar como a companhia pode lançar mão de cada instrumento financeiro disponível para represar capital.

⁵⁹ Antunes afirma: “Decerto que os novos instrumentos financeiros desempenham hoje uma função absolutamente crucial no plano de financiamento das empresas, das economias e dos próprios Estados, além de permitirem uma mais eficiente cobertura e diversificação do risco, uma maior liquidez dos mercados, uma alavancagem financeira dos investimentos, uma mais dinâmica exploração das oportunidades especulativas e arbitragistas, e até uma mais transparente e correcta formação dos preços”. ANTUNES, José Engrácia Antunes. **Os instrumentos financeiros**. Coimbra: Almedina, 2009. p. 23-24.

2.2.1.1 Ações

Entre os diversos valores mobiliários negociados no mercado de capitais, as ações podem ser classificadas como o título ou papel mais importante, pois além de contar com várias das particularidades inerentes aos demais títulos, representa uma fração do capital social da companhia. Nesse sentido, aquele que adquire ações de uma empresa, além das vantagens de investir no empreendimento e de poder negociar as ações adquiridas no mercado de capitais, torna-se, concomitantemente, sócio da companhia; sócio que, via de regra, é chamado de acionista. Justamente por esse motivo, as ações possuem dupla natureza jurídica. A primeira se refere à negociabilidade do título, que, em função de sua característica de poder circular livremente no mercado de capitais, empresta-lhe a natureza jurídica de título de crédito. A outra se relaciona com o vínculo patrimonial e pessoal estabelecido entre a ação e o seu adquirente, já que confere ao seu titular, respectivamente, direitos relativos à participação nos lucros e eventuais resíduos da empresa, inclusive em caso de liquidação e, paralelamente, direitos de participação na vida social e administrativa na sociedade; o que também atribui à ação a natureza jurídica de título corporativo.

Ademais, as ações possuem um valor nominal e um valor de mercado. O primeiro refere-se à quantia monetária do capital social que cabe a cada um desses títulos e representa a exata medida do limite da responsabilidade de seu adquirente. Importa acrescentar, a esse respeito, que as ações da companhia, conforme estabelece o art. 11, da Lei das S.A., podem ou não ser emitidas com o valor de emissão expresso no certificado de ações⁶⁰, o que as subdivide, respectivamente, em ações com ou sem valor nominal.⁶¹ O valor de mercado, por outro lado, representa o valor efetivamente pago pelo investidor quando da aquisição da ação. Esse valor, é válido considerar, é flutuante e varia de acordo com as condições do mercado e com a conjuntura econômica do ambiente em que se insere cada sociedade anônima; ou, a outro dizer, o valor de mercado de uma ação será maior ou menor, segundo a tradicional lei de

⁶⁰ O certificado de ação é a cártula que representa a ação e serve como documento comprobatório dos direitos conferidos aos sócios que a adquiriu. Além do certificado de ações, as companhias podem emitir certificados múltiplos de ações, que corporificam em um só documento várias ações da companhia ou ainda as cautelas que representam provisoriamente um ou mais títulos. Com respaldo no artigo 27 da Lei das S.A., as companhias, na prática, contratam empresas especializadas na emissão de certificados, que, além desse serviço, também se responsabilizam pela guarda dos livros, registros e transferência de ações. Devido ao dinamismo das negociações realizadas no mercado de capitais, esses “agentes emissores de certificados”, podem se utilizar de meio eletrônico para a realização dos serviços.

⁶¹ As ações nominais se diferenciam das “sem valor nominal” pelo fato de possuírem, no certificado de ações, o valor de emissão de forma expressa. Isso não significa, entretanto, que as ações sem valor nominal não possuam valor de emissão. Contudo, para calculá-lo, necessário que se consulte no estatuto da sociedade anônima, o valor do capital social e a forma como foi dividido em frações correspondentes a cada ação da companhia.

oferta e procura. A negociação desses títulos, importante ressaltar, respeita o valor do mercado.

Além do valor nominal e do valor de mercado, a doutrina ainda considera como meios de se quantificar as ações, os valores patrimonial e econômico. Em síntese, o primeiro se refere ao valor da parcela referente a cada ação, levando-se em conta o valor real de todo o patrimônio da sociedade, enquanto que o segundo representa uma estimativa do preço que seria provavelmente seria pago pelo investidor, considerando-se as diversas variáveis de mercado, naquele dado momento, para cada ação da companhia.

As ações podem ser classificadas de duas formas; quanto à sua espécie, em ações ordinárias, preferencias e de fruição – ou seja, quanto aos direitos que conferem aos acionistas - e quanto à sua forma, em ações nominativas registradas e nominativas escriturais – ou seja, quanto a forma de circulação. As ações ordinárias são as ações comuns da companhia, pois conferem aos seus adquirentes uma fração do capital social da companhia e concomitantemente todos os direitos e obrigações atinentes a quaisquer outros sócios usuais, tais como a participação nos resultados, o direito de voto, o direito de recesso, além do dever de realizar as prestações correspondentes às suas ações, o dever de lealdade, entre outros.

As ações preferenciais, por outro lado, podem ser emitidas com determinados privilégios, relacionadas com a participação nos resultados da companhia ou restrições relativas ao voto nas assembleias. Normalmente, conferem prioridade aos acionistas que as detém, na distribuição de lucros e dividendos ou mesmo de reembolso antecipado, incluindo-se possibilidade de cumulação de tais benefícios, porém apresentam restrições quanto ao direito a voto, a depender de previsão estatutária ou seja, nada impede que uma ação preferência confira, também, direito de voto, nos termos do estatuto da companhia. Todavia, de acordo com o § 2º, do art. 17, da Lei das S.A., todas as prioridades ou restrições devem ser previstas no estatuto da companhia com precisão e minúcia.

Em verdade, há uma tendência no meio empresarial, para a extinção deste tipo de ação, principalmente pelo fato de que vão de encontro à democratização da companhia. Essa tendência, segundo Rubens Requião⁶², teve início durante a elaboração da atual Lei das S.A., quando houve debates de grande publicidade entre a então em atuação Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, hoje sem atividade, que defendia a exclusão das ações preferencias da legislação brasileira e os autores do anteprojeto da lei respectiva, que pregavam sua manutenção. Segundo a Bolsa, as ações preferenciais ameaçam a democratização do capital e

⁶² REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. 2 v. p. 90.

a capacidade de investimento empresarial, além de afastar o empresário do mercado e desnacionalizar a empresa brasileira. A solução dada pela comissão elaboradora do anteprojeto foi restringir o número de ações preferencias a serem emitidas pelas companhias, fixando-se, à época, a emissão de no máximo 2/3 do capital social de uma companhia, em ações preferenciais. Atualmente a restrição, majorada pela Lei n. 10.303, de 31 de outubro, de 2001⁶³, que alterou o § 2º, do art. 5º, da Lei das S.A.⁶⁴, é de 50% por cento das ações emitidas pela empresa e se aplica somente às companhias que se constituíram após sua edição.

⁶³ BRASIL. Lei nº 10.203, de 22 de fevereiro de 2001. Dá nova redação aos arts. 9º e 12 da Lei nº 8.723, de 28 de outubro de 1993, que dispõe sobre a redução de emissão de poluentes por veículos automotores, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 22 fev. 2001. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10203.htm >. Acesso em: 20 mar. 2011.

⁶⁴ Assim estabelece o § 2º, do art. 5º, da Lei das S.A.: “§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitos a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas. Art. 15. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976”. Lei n. 6.404. de 15 dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10203.htm Acesso em: 20 jun. 2011.

Ainda nessa linha, há um forte incentivo dos agentes do mercado de capitais em prol da diminuição e futura extinção das ações preferenciais, de circulação. Um importante exemplo são as políticas lançadas pelos segmentos especiais de empresas da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo, única em atividade no Brasil, presentemente), conhecidos por “Novo Mercado”⁶⁵, “Níveis (1 e 2) Diferenciados de Governança Corporativa”⁶⁶ e “Bovespa Mais.”⁶⁷ Esses segmentos, vigentes desde dezembro do ano 2000, têm, entre vários objetivos, o compromisso de incentivar empresas que pretendem abrir o capital e as companhias que já negociam valores no mercado de capitais, a adotarem práticas diferenciadas de governança corporativa, que vão além das exigências da legislação, com o objetivo de valorizar as companhias e atrair investidores. Entre essas políticas, está a substituição das ações preferenciais pelas ordinárias, o que denota a tendência à sua extinção.

Por fim, como última espécie deste instrumento financeiro, as ações de fruição são resultantes da amortização de ações ordinárias ou preferenciais da companhia e não correspondem mais a parte alguma do capital social da companhia. Na realidade, a ação de

⁶⁵ O segmento Novo Mercado é descrito no sítio da BM&F Bovespa da seguinte forma: “O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. [...] A entrada de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada”. BM&F BOVESPA. **Mercados:** ações: empresas: governança corporativa: veja as empresas listadas nesses segmentos especiais: conheça mais sobre o Bovespa Mais: definições: mercado novo, nível 1, nível 2, BOVESPA Mais. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/governanca-corporativa/governanca-corporativa.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 5 mar. 2011.

⁶⁶ A BM&F Bovespa, em seu sítio eletrônico, descreve os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da seguinte forma: “Implantados em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo - BM&FBOVESPA, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance”. BM&F BOVESPA, op. cit., on-line.

⁶⁷ O seguimento BOVESPA MAIS é descrito no sítio eletrônico da BM&F Bovespa da seguinte forma: “O BOVESPA MAIS é o segmento de listagem do mercado de balcão organizado administrado pela BM&FBOVESPA idealizado para tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, em especial, àquelas que sejam particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata. As empresas candidatas ao BOVESPA MAIS são aquelas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa, ou seja, que acreditam na ampliação gradual da base acionária como o caminho mais adequado à sua realidade, destacando-se as de pequeno e médio porte que buscam crescer utilizando o mercado acionário como uma importante fonte de recursos. No BOVESPA MAIS, os investidores encontrarão companhias com firme propósito e compromisso de se desenvolver no mercado, o que é refletido na adoção de elevados padrões de governança corporativa; na busca da liquidez das suas ações; e na postura pró-ativa para conquista de investidores”. BM&FBOSVESPA, op. cit., on-line.

fruição é emitida quando a companhia decide devolver aos sócios o valor do seu investimento. Os acionistas, entretanto, continuam participando da vida social, com direito aos lucros, preferências para aquisição de novas ações.

Quanto à forma de circulação, as ações nominativas registradas são aquelas imobilizadas em certificados de ações, cujo controle, de registros e transferências, é feito pelos agentes emissores de certificados. Já as ações nominativas escriturais, não são corporificadas em nenhum título. Elas são registradas em conta corrente de ações, administradas por instituições financeiras devidamente autorizadas pela CVM, ou seja, pelas Corretoras de Valores. Outras formas de classificação das ações das companhias, tais como as ações endossáveis e ao portador foram extintas pela Lei n. 8.021, de 12 de abril, de 1990.⁶⁸

Outro aspecto relativo às ações que interessa a este estudo se refere ao seu procedimento de emissão e à oferta pública ou particular, para a comercialização no mercado de capitais. O processo, desde as deliberações dos acionistas, até o oferecimento das ações ao público investidor ou aos próprios acionistas é regulamentado, entre outros dispositivos normativos, pela Lei das S.A., principalmente no que se refere às deliberações sobre a oferta e à subscrição particular e pela Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003⁶⁹, com importantes modificações trazidas pela Instrução CVM n. 482, de 05 de abril de 2010⁷⁰, quanto aos procedimentos relativos à subscrição pública.

A primeira fase do procedimento envolve a decisão dos acionistas da empresa pela emissão de novas ações, com o conseqüente aumento do capital social da companhia. Importante observar, todavia, que a emissão de novas ações, seja por subscrição pública ou particular, conforme determinação do art. 170, da Lei das S.A., somente pode ser efetivada após a realização, pelos sócios, de no mínimo 3/4 do capital social. Cumprida essa exigência, a Assembleia Geral ou o Conselho de Administração da companhia, desde que autorizado pelo estatuto (inc. VII, do art. 142, da Lei das S.A.), poderá deliberar pela emissão de novas ações. Essa decisão envolve, ainda, a fixação da quantidade de ações a serem emitidas, suas

⁶⁸ BRASIL. Lei n. 8.021, de 12 de abril, de 1990. Dispõe sobre a identificação dos contribuintes para fins fiscais, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 12 abr. 1990. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/leis/L8021.htm> Acesso em: 19 jun. 2010.

⁶⁹ MINISTÉRIO DA FAZENDA. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Publicada no DOU de 09.01.04 - Retificação no DOU de 25.02.04. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?file=\inst\inst400.htm>>. Acesso em: 14 nov. 2010.

⁷⁰ MINISTÉRIO DA FAZENDA. Comissão de Valores Mobiliários. **Legislação e regulamentação**: Instrução CVM n. 482, de 5 abr. 2010. Altera e acrescenta artigos à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 e à Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Publicada no DOU de 06.04.10. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\inst\inst482.doc>. Acesso em: 15 nov. 2010.

classes e espécies, os direitos, vantagens e restrições a elas inerentes, os direitos de preferência ou o prazo de prioridade dos acionistas (no caso de subscrição pública), o valor total de emissão ou a forma de cálculo do valor total de emissão, se as ações serão emitidas com ou sem valor nominal, entre outros.

Na subscrição particular as novas ações emitidas não são oferecidas ao público e o procedimento, principalmente nas companhias fechadas, geralmente ocorre em Assembleia Geral única, em que os sócios deliberam pela emissão e subscrição das novas ações. Neste caso, se a assembleia não contar com a presença de todos os acionistas, os ausentes terão um prazo, normalmente de trinta dias, para exercer o direito de preferência pela subscrição das novas ações. Mauro Rodrigues Penteado observa, ainda, acerca da subscrição particular, na qual não é necessária a realização de uma segunda Assembleia Geral convocada tão somente com o intento de “*homologar*” o aumento de capital⁷¹; pois, uma vez findo o prazo para o exercício do direito de subscrição, já se opera a “*efetivação do aumento*” (expressão empregada pelo § 1º, do art. 166, da Lei das S.A.). Dessa forma, para finalizar o procedimento basta que os administradores requeiram o arquivamento da ata da assembleia de reforma do estatuto, o que pode ser feito logo após a efetivação do aumento.

A subscrição pública, em outro passo, por envolver a oferta de ações a uma pluralidade desconhecida e significativamente maior de investidores, conta com um procedimento muito mais rigoroso e detidamente regulamentado e acompanhado pela CVM. A esse respeito, o procedimento, diferentemente da subscrição privada, deve necessariamente ser realizado por intermédio de uma instituição financeira ou um consórcio de instituições financeiras especializadas, a ser eleito pela companhia, conforme estabelece o art. 33, da Instrução CVM n. 400. A instituição intermediária recebe o nome de *underwriter* e sua escolha depende das proporções da oferta a ser realizada pela companhia; de modo que, via de regra, como observa Casagrande Neto, as pequenas emissões ficam a cargo das sociedades corretoras e pequenos bancos de investimento, as médias sob a administração de bancos de médio porte e as grandes são delegadas aos bancos de maiores estruturas.⁷²

A condução da subscrição pode assumir diferentes formas, o que é determinado no instrumento contratual firmado entre a companhia emissora das ações e a instituição intermediária contratada. Entre as formas estão *underwriting* firme (emissão com garantia firme), *stand-by underwriting* (emissão com subscrição residual) e *best-effort underwriting*

⁷¹ PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1988. p. 162-163.

⁷² CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 59.

(emissão com melhores esforços), que se relacionam diretamente com as garantias a serem oferecidas pela instituição intermediária. Na primeira, há garantia integral de venda das ações, inclusive com o compromisso de compra das ações eventualmente não subscritas no mercado de capitais. Na segunda a garantia é relativa, podendo haver a subscrição de parte das ações pela instituição intermediária. E, na terceira, não há nenhuma garantia.

Em síntese, a oferta ocorre com o cumprimento, pela instituição contratada, de todos os requisitos impostos pela Instrução CVM n. 400, tais como registros da oferta junto à CVM e Bolsas de Valores e Mercados de Balcão, apresentação de prospectos, publicação e divulgação da oferta e organização das instituições financeiras que colocaram as ações ao acesso dos investidores. Após o cumprimento dessas exigências ocorre o período de reserva, se a emissora optar por assim proceder e, em sequência, a liquidação das ações e o aumento de capital da companhia. A partir de então, a companhia passa a ter o capital social majorado e a contar com novos sócios, que passarão a participar da vida social da empresa, assumindo as respectivas obrigações e gozando dos direitos vinculados ao tipo e espécie de ações adquiridas.

Tendo em vista que a oferta pública de ações se liga diretamente ao objeto deste estudo, principalmente no que se refere à abertura de capital, importa adiantar que todo o processo de emissão de ações será detalhadamente desenvolvido em tópico posterior, relativo ao processo de abertura das companhias, posto que esse procedimento ser vinculado a uma oferta de ações. Nesse ponto, serão abordadas as fases do procedimento, tais como os registros junto à CVM, Bolsas de Valores e Mercados de Balcão, as formas de organização da emissão, os procedimentos de reserva e subscrição das ações pelos investidores, entre outros.

Ainda no que se refere à emissão de ações, importante considerar que, seja na distribuição particular ou pública, no que interessa a este estudo, o aumento do capital social implica na capitalização do empreendimento, o que permite o investimento, pela companhia, nos projetos por ela intentados, na recuperação do passivo, na ampliação das áreas ou de seu espectro de atuação, entre outros. Dessa forma, as ações, como instrumento financeiro, representam um estímulo às empresas, no sentido de abrirem o capital, bem como uma vantagem das companhias, em detrimento de empreendimentos que assumem outros tipos societários, no que se refere à forma de capitalização.

2.2.1.2 Debêntures

As debêntures, também previstas na Lei das S.A. (arts. 52 e seguintes), são títulos que conferem a seus adquirentes direitos de crédito contra a companhia, nas condições estabelecidas na escritura de emissão e, se houver, do certificado. Esses títulos são emitidos pela sociedade anônima justamente para promover sua capitalização, pois são distribuídos aos investidores, mediante o pagamento de um valor, que será devolvido, acrescido de juros e correção monetária, após um período determinado ou até mesmo indeterminado (neste caso vinculado a um evento previsto na escritura de subscrição).

Pode-se afirmar, portanto, que a operação que envolve a emissão de debêntures se compara com a formalização de um contrato de mútuo financeiro com uma instituição financeira ou seja, trata-se de um empréstimo, que a empresa faz, de dinheiro, dos investidores; com a diferença de que o crédito é fracionado e oferecido a uma pluralidade de investidores, os prazos para pagamento são muito maiores ou até indeterminados e os títulos podem ser convertidos em ações. Desse modo, as debêntures funcionam como títulos decorrentes de um empréstimo tomado pela companhia junto ao público, que serão pagos em um prazo, via de regra, mais longo que o de um contrato de mútuo firmado com o uma instituição financeira, devidamente acrescidos de juros e correções, podendo, ainda, ser convertidos em ações.

A possibilidade de conversão das debêntures em ações marca exatamente duas das diferentes espécies deste título; a simples e a conversível em ação. Nesse sentido, a debênture simples é emitida como debênture e, nesse formato, permanece até o transcurso do prazo fixado para o resgate dos valores investidos, quando deverá ser paga pela companhia, assim como estabelecido na escritura de emissão. A debênture conversível em ação, por outro lado, poderá, dentro do prazo estabelecido na escritura de emissão, ser convertida em ações, desde que aprovado por Assembleia Geral de debenturistas ou pelo agente fiduciário (representante dos debenturistas perante a companhia), com a respectiva alteração do estatuto da sociedade.

Além disso, as debêntures se diferenciam, também, quanto à espécie de garantia que recai sobre ela e quanto à sua forma. No que se refere às garantias, a debênture pode ter garantia real, formada por bens móveis ou imóveis, dados em hipoteca, penhor ou anticrese, pela companhia emissora, pelo conglomerado ou por terceiros⁷³; ou garantia flutuante, composta por bens do ativo da empresa, que, não obstante estejam gravados, como garantia de

⁷³ CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 50.

credores, podem ser negociados. Assim, o que difere, essencialmente, a debênture com garantia real, da debênture, com garantia flutuante, é o fato de que os bens oferecidos em garantia, no primeiro caso, não podem ser alienados pela companhia, enquanto não resgatadas as debêntures. A debênture pode também vir desacompanhada de qualquer garantia⁷⁴ ou ainda como autoriza o § 2º, do art. 58, da Lei das S.A., possuir combinadas, cumulativamente, ambas as garantias; real e flutuante. Quanto à forma, as debêntures podem ser nominativas ou escriturais, que, assim como as ações, são respectivamente imobilizadas em certificados de debêntures ou registradas em conta corrente de debêntures, administradas por instituições financeiras devidamente autorizadas pela CVM, sem corporificação em nenhum título.

Por fim, as debêntures podem ser emitidas com prazo determinado para serem resgatadas ou com prazo indeterminado. O prazo determinado deve ser fixado na escritura de emissão e no certificado de debêntures (se houver) e a companhia pode estipular amortizações parciais de cada série, criar fundos de amortização e reservar-se ao direito de resgate antecipado, parcial ou total, dos títulos da mesma série. As debêntures com prazo indeterminado são aquelas cujo vencimento fica vinculado à ocorrência de algum evento específico, tal como o inadimplemento da obrigação de pagar juros, a dissolução da companhia (§ 3º, do art. 55, da Lei das S.A.) ou outros, devidamente previstos na escritura de emissão.

Em função de todas as particularidades deste instrumento financeiro, a emissão de debêntures se consubstancia em uma das formas mais utilizadas atualmente para a capitalização das companhias. Contudo, a emissão desse título é limitada ao valor do capital social da companhia, excetuados os casos previstos em lei, (*caput*, do art. 60, da Lei das S.A.). Não obstante, este limite, de acordo com o parágrafo primeiro do mesmo artigo, na emissão de debêntures com garantia real, pode ser excedido até alcançar 80% (oitenta por cento) do valor dos bens gravados, próprios ou de terceiros; e na distribuição de debêntures com garantia flutuante, até 70% (setenta por cento) do valor contábil do ativo da companhia, diminuído do montante das suas dívidas garantidas por direitos reais.

Como característica deste título, em prol de seus detentores, destacam-se a instituição de agente fiduciário dos debenturistas, que é o representante dos interesses de todos os titulares frente à administração da companhia - sendo certo que a emissão de debêntures está

⁷⁴ O crédito decorrente da debênture sem garantia, em caso de liquidação da sociedade, é considerado quirografário e se une aos demais créditos dessa espécie na lista de débitos da companhia; a não ser que na escritura de emissão das respectivas debêntures contenha (conforme autoriza o § 4º do artigo 58 da Lei das S.A.) cláusula de subordinação do crédito aos demais credores; caso em que o debenturista receberá seu crédito no patrimônio remanescente somente antes do acionista. Essas debêntures também são chamadas subordinadas.

condicionada à eleição de agente fiduciário dos debenturistas - e a possibilidade de realização das Assembleias de Debenturistas. Essas assembleias, previstas no art. 71, da Lei das S.A., podem ser realizadas a qualquer tempo, desde que convocadas pelo agente fiduciário, pela companhia emissora, por debenturistas que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) dos títulos em circulação ou pela própria CVM. O objetivo das assembleias é o de concentrar as deliberações acerca das matérias de interesse da comunhão dos debenturistas.

Importa ainda apontar alguns traços relativos à emissão deste tipo de valor mobiliário. Nesse aspecto, a distribuição se compara à emissão de ações, seguindo a mesma disciplina legal incerta na Instrução CVM n. 400. Do mesmo modo, portanto, a emissão de debêntures também deve ser deliberada pelos acionistas, em Assembleia Geral ou pelo Conselho de Administração, se assim estiver previsto no estatuto social. Nessa fase da emissão, a Diretoria, o Conselho de Administração ou a Assembleia Geral, devem decidir quais as espécies de debêntures a serem emitidas, quais garantias recairão sobre ela, se haverá prazo determinado para o resgate e qual o prazo ou eventos que marcam o seu vencimento, além do preço de distribuição e respectiva remuneração a ser paga quando do resgate. Além disso, também nessa fase, antes do início da operação, deve-se eleger o agente fiduciário, que, desde logo, passa a representar os interesses dos debenturistas.

A emissão de debêntures, também como a de ações, é administrada por uma instituição financeira intermediária, que, após deliberações do Conselho de Administração ou da Assembleia Geral, é contratada pela companhia emissora. A instituição intermediária, do mesmo modo como se registra na emissão de ações, organizará todo o procedimento que envolve a operação, a começar pelo registro da oferta junto à CVM, Bolsa de Valores e Mercados de Balcão. Particularmente, no caso da negociação de debêntures, em Mercados de Balcão, as companhias emissoras e instituições intermediárias, com o propósito de gravar o título com mais credibilidade, podem efetivar também o registro de emissão junto ao Sistema de Distribuição de Títulos (SDT) e ao Sistema Nacional de Debêntures (SND), ambos geridos pelo Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (CETIP S.A.) – sociedade anônima administradora de Mercados de Balcão organizados e de ambientes de negociação, especializada em registro de valores mobiliários, entre os quais se destacam as debêntures⁷⁵.

⁷⁵ O sítio da CETIP descreve seus sistemas: “Os sistemas da CETIP fecham negócios online e fazem o registro de diversos tipos de ativos e contratos, de emissão pública e privada. São cerca de 50 diferentes tipos de ativos, incluindo títulos de renda fixa, como Certificado de Depósito Bancário (CDB); valores mobiliários, como Debêntures; títulos do agronegócio, como Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e Cédula de Produto Rural (CPR); cotas de fundos de investimento abertos e fechados; ativos utilizados como moeda de privatização; e Derivativos, como Swap, Termo de Moeda e Opções Flexíveis sobre Taxa de Câmbio, entre outros”. CETIP. **A CETIP: Histórico e perfil.** Disponível em: <<http://www.cetip.com.br>>. Acesso em: 21 fev. 2011.

O principal objetivo do SDT é prover os mecanismos operacionais de suporte eletrônico às negociações de valores mobiliários no mercado secundário e o do SND é o de registrar os negócios com debêntures realizadas nesses mercados.⁷⁶ Esses registros, entretanto, são opcionais e se prestam a conferir maior aceitação do valor mobiliário pelo público investidor e facilitar as negociações.

Nesse passo, após as deliberações da assembleia ou diretoria da companhia, quanto à forma que as debêntures a serem emitidas assumirão, a indicação do agente fiduciário, a contratação de instituição financeira para administrar a operação e o registro da oferta na CVM, bolsas, Mercado de Balcão e nos órgãos acima mencionados, o procedimento prático de distribuição tem início. Nessa conjuntura, a instituição intermediária contratada, organiza o *pool* de instituições financeiras que viabilizarão a distribuição, definindo a forma como se organizarão a instituição coordenadora, os líderes e os consorciados, de modo a colocar o público investidor em contato com os papéis a serem oferecidos. Concomitantemente, realiza-se a publicação dos dados obrigatórios referentes à oferta, bem como promove-se o marketing da operação para atrair o interesse dos investidores e agenda-se a data para a eventual realização das reservas e para a liquidação financeira da oferta. Após a liquidação, então, procede-se o anúncio de encerramento da oferta e os titulares das debêntures passam a ser credores da companhia, nos moldes estabelecidos na escritura de emissão.

Importa ressaltar, contudo, um ponto já mencionado, porém de estreita relação com o tema proposto, no que se refere à ideia da abertura de capital para a capitalização de empreendimentos. Como se demonstrou anteriormente, com a edição da Instrução CVM n. 476, admitiu-se a emissão de debêntures e de outros títulos específicos, arrolados na referida Instrução normativa, por emissores não registrados como companhias abertas. Nesse sentido, companhias fechadas e empresas limitadas, por exemplo, desde que cumpram a série de exigências elencadas na referida podem emitir e oferecer debêntures aos nominados “investidores qualificados” (elencados no art. 109, da Instrução CVM n. 409, de 18 de agosto

⁷⁶ Os autores ressaltam os objetivos do SDT e SND: “O objetivo do SDT é prover os mecanismos operacionais e de suporte às colocações públicas de valores mobiliários realizadas pelas companhias abertas, mediante o processamento eletrônico das operações. Participam do SDT os bancos comerciais, de investimento e múltiplos, corretoras e distribuidoras, pessoas jurídicas não financeiras, investidores institucionais e companhias emissoras. O pedido de cadastramento junto ao SDT pode ser simultâneo ao processo do registro junto à CVM. Nessa fase, a Cetip abre a conta em nome do emissor, cadastra o título e confecciona o modelo de boletim de subscrição e envia à CVM. Após a concessão do registro de emissão por parte da CVM, a Cetip disponibiliza as telas do SDT para que sejam especificados os debenturista e se efetive a subscrição. Depois disso, ocorre automaticamente a migração dos títulos para o SND, para a negociação no mercado secundário. O objetivo do SND é registrar negócios com debêntures realizados no mercado de balcão, por meio do processamento eletrônico das negociações. O SND possui quatro módulos: custódia, negociação, liquidação financeira e informações”. CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 80.

de 2004⁷⁷). Todavia, além de a operação depender do preenchimento de uma série de exigências para ser aprovada pela CVM, os títulos emitidos somente podem ser oferecidos para cinquenta potenciais compradores e, posteriormente, quando da liquidação da operação, adquiridas tão somente por vinte desses investidores.

Ainda que esta seja uma inovação bastante interessante, no que se refere à capitalização de empreendimentos que se revistam de modelos societários outros, que não o da sociedade anônima, essa nova possibilidade não desabona a ideia da abertura de capital. Isso porque, a oferta, assim como a sua denominação sugere, é bastante restrita, limitando-se a apenas um número bastante reduzido de investidores, além do fato de que os requisitos a serem preenchidos tornam ainda mais dificultosa a operacionalização de uma oferta nesse sentido. Como se não bastasse, as sociedades anônimas possuem toda uma estrutura voltada à atração de investidores e de movimentação de capital, contando, além das debêntures, com outros títulos e instrumentos financeiros aqui retratados, que podem, a depender da emissão, ser operacionalizados de forma muito mais vantajosa e lucrativa para as companhias.

Nesse sentido, pode-se concluir que as debêntures, assim como as ações, representam um instrumento financeiro de capitalização das companhias e, no que toca a este trabalho, figuram tanto como vantagem decorrente da opção por este modelo societário, quanto como estímulo para as empresas que empreendem a abertura de capital. Nessa tessitura, visualiza-se mais um aspecto positivo para a empresa que opta pela reestruturação jurídica, com adoção do modelo da sociedade anônima, qual seja a de capitalizar-se por meio da emissão, entre outros títulos, das debêntures.

2.2.1.3 *Commercial Papers ou Notas Promissórias*

Os *commercial papers* ou notas promissórias de distribuição pública e sua respectiva emissão, são regulamentados pela Instrução CVM n. 134, de 01 de novembro de 1990⁷⁸, com modificações trazidas pela Instrução CVM n. 292, de 15 de outubro de 1998, Instrução CVM n. 155, de 07 de agosto de 1991 e Instrução CVM n. 429, de 22 de março de 2006. Esses títulos, assim como as debêntures, funcionam, em síntese, como contratos de mútuo

⁷⁷ MINISTÉRIO DA FAZENDA. Comissão de Valores Mobiliários. **Legislação e regulamentação:** Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Publicada no DOU de 24.08.04. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst409.htm>>. Acesso em: 10 mar. 2010.

⁷⁸ MINISTÉRIO DA FAZENDA. Comissão de Valores Mobiliários. **Legislação e regulamentação:** Instrução CVM nº 134, de 01 de novembro de 1990. Dispõe acerca da emissão de NOTA PROMISSÓRIA para distribuição pública. Publicada no DOU de 13.11.90. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst134.htm>>. Acesso em 10 mar. 2010.

formalizado com uma pluralidade de investidores do mercado de capitais, porém com prazos de vencimento necessariamente pré-fixados e significativa e comparativamente menores do que os fixados quando da emissão de debêntures.

Dessa forma, a sociedade anônima emite *commercial papers* no mercado de capitais, mediante o pagamento de um valor, que será devolvido aos investidores, devidamente acrescido dos encargos estabelecidos na escritura de emissão, em prazo pré-fixado de 30 a 360 dias, conforme estabelecem os incs., do art. 7º, da Instrução CVM n. 134. Nesse passo, na data do vencimento, de acordo com os parágrafos do mesmo artigo, a nota promissória, caso não tenha sido resgatada antecipadamente (o que somente se dá com a devida anuência de seu titular), deve ser liquidada.

Os *commercial papers*, importante anotar, diferenciam-se das notas promissórias cambiárias, utilizadas como título de crédito representante de um débito no comércio, por diversos aspectos. Além de serem emitidos pelas sociedades anônimas para captar recursos no mercado de capitais, os *commercial papers*, como observa Fábio Ulhoa Coelho⁷⁹, possuem, entre outras, quatro principais diferenças, quais sejam: apenas comportam endosso sem garantia, o que significa afirmar que ao transferir o título o investidor não se torna codevedor da sociedade emissora em caso de inadimplemento da obrigação contida na respectiva cártula; além disso, este endosso deve obrigatoriamente ser *em preto* ou, melhor, com a identificação do indivíduo para o qual o título é transferido; ainda nessa linha, a colocação desses papéis no mercado de capitais depende de prévia autorização da CVM, assim como os demais títulos emitidos pelas companhias, para serem negociados; por fim, a sociedade não pode negociar com os *commercial papers* de sua emissão e, caso os compre dos investidores, antes do vencimento, opera-se automática e irrevogavelmente sua liquidação.

Necessário apontar, ainda, a forma como se dá a emissão dos *commercial papers* pelas companhias, para serem negociados no mercado de capitais. A deliberação para emissão de notas promissórias pode ocorrer por decisão de Assembleia Geral ou pelos órgãos da administração, a depender do previsto no estatuto social da companhia. Nessa oportunidade, a companhia emissora, assim como elencado no art. 10, da Instrução CVM n. 134, deve deliberar sobre o valor da emissão do título e a sua divisão em séries, se o caso; a quantidade e valor nominal de tais cártulas; as condições de remuneração e de atualização monetária, se houver; o prazo de vencimento dos títulos; as garantias, quando for o caso; o demonstrativo para comprovação dos limites previstos na respectiva Instrução; o local de pagamento; e a

⁷⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. 2 v. p. 177-178.

contratação de prestação de serviços, tais como custódia, liquidação, emissão de certificados, agente pagador, conforme o caso.

Após a deliberação, a companhia emissora deve requerer o registro da emissão junto à CVM, o que pode ser efetivado, a depender do que tiver sido deliberado em assembleia ou pelos órgãos administrativos, por uma instituição financeira intermediária. Em sequência, após o protocolo do pedido de registro, com todos os documentos elencados no art. 20, da Instrução CVM n. 134, a emissão é considerada automaticamente registrada, caso a CVM não indefira o requerimento no prazo de dez dias úteis.

Além do pedido de registro da emissão protocolado junto à CVM, a companhia emissora ou instituição financeira intermediária, se o caso, deve providenciar, também, um prospecto da emissão, que deverá conter informações detalhadas sobre o lançamento dos títulos, sobre as garantias e sobre a companhia e suas demonstrações financeiras relativas ao último balanço semestral levantado, além de ter como anexos a ata de reunião em que se deliberou sobre a emissão dos títulos, entre outras informações. Esse prospecto se presta a prover informações aos investidores e deve ser distribuído, nos termos do parágrafo único, do art. 22, da Instrução CVM n. 134, a cada adquirente, devendo a instituição líder do lançamento, a pedido da CVM, comprovar tal entrega.

Nesse sentido, assim como estabelece o art. 26, da Instrução CVM n. 134, após a concessão do registro, pela CVM, a publicação do anúncio de distribuição e a colocação do prospecto à disposição, para a necessária entrega aos investidores, a distribuição pública das notas promissórias pode se iniciar. A distribuição dos *commercial papers* deve ser encerrada no prazo de 90 (noventa) dias, quando a companhia for fechada e de 180 (cento e oitenta) dias, quando aberta, em ambos os casos, contados a partir do deferimento do registro de emissão pela CVM. Após o término da distribuição, todas as informações devem ser divulgadas pela companhia emissora ou instituição financeira, através de publicação (pelo menos uma vez) em veículo de sua livre escolha.

Os *commercial papers*, assim como as ações e debêntures, ainda que com peculiaridades distintas, também funcionam como uma importante forma de capitalização das companhias. No caso específico desses títulos, é possível, principalmente em virtude do retorno aos investidores, em prazos mais curtos, sua emissão se vincula a projetos mais rápidos ou até mesmo para cobrir o passivo, por um determinado período, em que se aguarda a entrada de numerário ou o retorno de investimento com data certa e relativamente próxima. Esses títulos representam, portanto, mais um aspecto positivo relativo às sociedades anônimas

e, concomitantemente, mais uma forma de estímulo às companhias revestidas de modelos societários outros, em prol da abertura de capital.

2.2.1.4 Outros Instrumentos

Além das ações, debêntures e *commercial papers* ou notas promissórias, que efetivamente promovem a capitalização das sociedades anônimas, há outros diversos instrumentos financeiros, que também podem ser emitidos pelas companhias. Esses títulos, entretanto, podem funcionar como meio de capitalização da sociedade anônima, porém, em muitas das vezes, não se prestam necessariamente a este fim – como, por exemplo, para distribuir bonificações para acionistas, debenturistas ou funcionários ou até mesmo para atrair, indiretamente, investidores para a companhia. Entre os títulos previstos na Lei das S.A. e nas instruções da CVM, os mais conhecidos são os bônus de subscrição, as partes beneficiárias e os Certificados de Depósito de Valores Mobiliários (CDVM), mais conhecidos como *American depositary receipts* (ADR) ou *Brasilian depositary receipts* (BDR), além de outros novos títulos oriundos da prática mercantil, que foram sendo introduzidos nas negociações de mercado de capitais, ao longo das últimas décadas.

Nesse sentido, importa trazer algumas considerações a respeito de cada um deles, especialmente no que agregam positivamente às atividades das sociedades anônimas e que se relacionam com objeto deste trabalho. Por primeiro, vale mencionar os bônus de subscrição, previstos na Lei das S.A. (arts. 75 e seguintes), que também podem proporcionar a capitalização das sociedades anônimas. Esse título é exclusivo das companhias de capital autorizado e representa, justamente dentro da possibilidade de emissão de novas ações (específica das companhias gravadas com este tipo de formatação jurídica), o direito de aquisição das ações a serem emitidas pela companhia. Para adquirir o título ou exercer esse direito, assim como estabelece o parágrafo único, do art. 75, da Lei das S.A., basta que o titular apresente o certificado do bônus de subscrição à companhia e pague o preço de emissão das ações a serem subscritas.

A esse respeito, os bônus de subscrição são representados por meio de certificados, cuja forma é prevista no art. 79, da Lei das S.A. De acordo com os incisos da referida regra legal, além de dados relativos à companhia emissora, tais como a denominação, sede, valor do capital social, número de ações (com a distinção de espécies e classes), entre outros, o título deverá conter, também, a expressão “Bônus de Subscrição”; um número de ordem; o número, espécie e a classe das ações que poderão ser subscritas por seu titular e seus preços de

emissão; a época em que o direito poderá ser exercido e o respectivo vencimento do título; o nome do titular e a data de emissão do certificado e a assinatura de dois dos diretores da companhia.

O bônus de subscrição, cuja emissão é deliberada por Assembleia Geral ou, se autorizado em estatuto, pelo Conselho de Administração, pode ser alienado ou atribuído como vantagem adicional quando da emissão de ações ou debêntures. Nessa esteira, o investidor pode adquirir diretamente os bônus de subscrição mediante o pagamento de um valor ou recebê-los a título de bônus, quando da aquisição de ações ou debêntures. Esses títulos, entretanto, são estranhos ao capital social e o seu detentor é credor da companhia; porém, seu titular é credor não de um valor pecuniário, mas sim de uma obrigação de fazer⁸⁰, que, em síntese, consiste na venda, pela empresa, das ações objeto do bônus de subscrição, mediante o pagamento de um preço. Importa acrescentar, ainda, a esse respeito, que o bônus de subscrição se presta apenas a conferir ao seu titular o direito de subscrever ações do capital social da companhia, de modo que, decorrido o prazo previsto no certificado que o representa, o bônus perde seu valor.

Quanto à utilidade prática do bônus de subscrição, Cristiano Romano⁸¹ afirma que a companhia pode lançar mão desses títulos baseada em cinco diferentes motivos: (i) mobilizar recursos, que se consubstancia na possibilidade de que a companhia promova uma capitalização, ainda que relativa, em momentos não favoráveis, como por exemplo, em uma época em que a emissão de ações não é aconselhável; (ii) programar melhor o aumento de capital, já que os bônus de subscrição tem prazos futuros de exercício do direito, o que possibilita a programação de entrada do capital; (iii) incentivar a subscrição de ações e (iv) incentivar a compra de debêntures, pois o bônus de subscrição oferecido gratuitamente pode atrair investidores interessados em continuar investindo na companhia em termos de futuro; (v) incentivar a transferência do direito de preferência, pois o titular de bônus de subscrição pode aliená-los a terceiros por valores superiores ao dispendido quando da sua aquisição.

O bônus de subscrição, muito embora possa oferecer, além das vantagens acima apontadas, diversos benefícios outros às sociedades anônimas, vêm desde a sua criação (com a Lei das S.A.) sendo muito pouco utilizados na prática. Não obstante, há esforço doutrinário no sentido de estimular o maior aproveitamento deste instrumento financeiro, pelas

⁸⁰ Cristiano Romano diz: “[...] o bônus de subscrição não é parcela do capital social; seu detentor não é dono da empresa. Ele é apenas credor da companhia. Credor não de dinheiro, como o debenturista (crédito não eventual) ou como o detentor de parte beneficiária (crédito eventual); ele é credor [...] de uma obrigação de fazer”. ROMANO, Cristiano. **Características e títulos da S.A.** São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1981. p. 132.

⁸¹ Ibid., p. 135-137.

companhias. Nessa tessitura, pode-se afirmar que os bônus de subscrição figuram como outro instrumento financeiro a ser utilizado pela empresa que opta pela abertura de capital; o que conta como um outro incentivo nessa empreitada, além de vantagem para capitalização em termos de futuro.

Ainda como títulos previstos na Lei das S.A., especificamente nos arts. 46 e seguintes, figuram as partes beneficiárias, que podem ser definidas como títulos negociáveis, sem valor nominal, que não representam parte do capital social da companhia e que conferem aos seus detentores direitos sobre eventuais créditos, consistentes na participação nos lucros líquidos anuais da sociedade. Esses títulos são exclusivos das companhias fechadas (parágrafo único, do art. 47, da Lei das S.A.) e podem ser alienados pela sociedade, nas condições determinadas pelo estatuto ou pela Assembleia Geral ou ainda, atribuídas aos fundadores, acionistas e terceiros, por serviços prestados à companhia. Como esses títulos não representam o capital da sociedade, os detentores de partes beneficiárias não possuem nenhum direito privativo de acionista, a não ser o de fiscalizar os atos dos administradores.

A participação atribuída às partes beneficiárias, inclusive na formação de reserva para resgatá-las no futuro, se houver, não poderá ultrapassar um décimo dos lucros anuais da companhia. No entanto, se devidamente previsto no estatuto, esses títulos poderão ser convertidos em ações, mediante capitalização de reserva criada para esse fim. Essa conversão depende de deliberação da Assembleia Geral ou do Conselho de Administração, conforme norma estatutária e implica no aumento do capital social da companhia, com a admissão dos titulares das partes beneficiárias como novos acionistas ou com o aumento do número de ações daqueles que já forem acionistas da companhia.

As partes beneficiárias, como se apontou, são títulos exclusivos das companhias fechadas e são emitidos, geralmente em caráter de bonificação ou remuneração a fundadores, acionistas ou terceiros prestadores de serviços, motivo pelo qual não representam grandes interesses ao objeto deste estudo. Contudo, estão previstos na Lei das S.A. e representam um dos títulos emissíveis pelas sociedades anônimas, motivo pelo qual traçaram-se estas últimas considerações gerais a seu respeito, muito embora não representem uma das vias de capitalização aqui focadas.

Outro instrumento financeiro negociado no mercado de capitais, cuja característica principal é a de possibilitar o investimento internacional nas companhias, são Certificados de Depósito de Valores Mobiliários (CDVM), mais conhecidos por *American depositary receipts* (ADR), quando emitidos e negociados nos Estados Unidos ou *Brazilian depositary receipts* (BDR), quando emitidos e negociados no Brasil. Esses títulos funcionam como certificados

representativos de ações ou outros valores mobiliários de companhias abertas, emitidos com lastro em títulos da companhia, para serem negociados em âmbito internacional.

A operação ocorre com a compra, por uma instituição financeira, de ações ou valores mobiliários da companhia, para mantê-las sob sua custódia em território nacional. Essas instituições, nesse passo, formalizam parcerias com outras sediadas em outros países, que, por sua vez, emitem os CDVM (que representam esses títulos) e os negociam em seus respectivos mercados de capitais. As instituições financeiras precisam, entretanto, administrar os papéis e proporcionar a seus detentores os direitos lastreados nos títulos de origem. Desse modo, quando há, por exemplo, a distribuição de lucros e dividendos da companhia, as instituições que custodiam e negociam esses títulos, por consequência, precisam remunerar os investidores na medida em que se deu a distribuição. Posteriormente, todavia, as instituições financeiras acertam entre si os valores decorrentes da compra, venda e remuneração dos valores mobiliários, no país sede da companhia e dos CDVM no país onde são negociados, bem como dividem os lucros oriundos do exercício desta atividade.

Esse instrumento financeiro surgiu nos Estados Unidos na década de 1920 e foi criado para possibilitar que investidores estadunidenses investissem em uma loja de varejo inglesa conhecida por *Sefridge's*. Nessa oportunidade, o banqueiro norte-americano J.P. Morgan criou os *American depositary receipts* e possibilitou a negociação dos títulos, respeitando-se a legislação atinente aos mercados de capitais de cada um dos países. A operação se resumia na aquisição, por um banco inglês, de ações da loja de varejo e da consequente emissão, pelo banco de J.P. Morgan, nos Estados Unidos, de certificados que representavam aquelas ações. O banco inglês e o banco norte-americano administravam o investimento dos seus clientes, proporcionando a eles, na medida do possível, os direitos lastreados nos títulos da companhia inglesa. A sistemática utilizada na época orientou a forma como se dá a emissão e negociação do CDVM, nos dias atuais.

Nessa esteira, as ações ou valores mobiliários de companhias brasileiras, para serem negociados nos Estados Unidos, dependem da aquisição desses títulos por uma instituição financeira com sede no Brasil e da emissão, por outra instituição financeira norte-americana parceira, dos *American depositary receipts*, devidamente adequados ao direito estadunidense. Da mesma forma, companhias estrangeiras podem ter seus títulos negociados no Brasil, com a aquisição, por uma instituição financeira, com sede em seu país, de ações ou valores mobiliários e com a posterior emissão, por instituições financeiras brasileiras, de *Brazilian depositary receipts*, adequados à legislação brasileira e para a negociação no mercado de capitais brasileiro. A emissão e negociação de BDR's, com lastro em ações e valores

mobiliários de companhias estrangeiras, importante ressaltar, dependem de prévio registro na CVM e toda a operação é regulamentada pela Instrução CVM n. 332, de 04 de abril de 2000.⁸²

Um traço bastante significativo da evolução dos CDVM, assim como aponta Fábio Ulhoa Coelho⁸³, baseia-se no fato de que a sua colocação no mercado internacional pode derivar de iniciativa não só de um banco internacional motivado pelo objetivo de ampliar a gama de produtos financeiros oferecidos aos seus clientes, mas também da própria sociedade, interessada em captar recursos em outros países. Nesse sentido, a companhia procura os serviços de uma instituição financeira com sede no Brasil, para custodiar os títulos e de outra, com sede nos Estados Unidos, por exemplo, para a emissão dos ADR's e posterior negociação no mercado de capitais daquele país. Esse tipo de emissão é comumente chamado de emissão patrocinada, pois parte do interesse da própria sociedade anônima. Se o interesse é das instituições financeiras ou do investidor internacional, por outro lado, a emissão é chamada de não patrocinada.

Uma grande vantagem da emissão deste título é a de proporcionar o investimento internacional nas companhias, o que amplia consideravelmente as formas de capitalização do empreendimento. Nesse passo, uma vez que o investidor internacional pode ter acesso aos títulos brasileiros, maior é o interesse pelos títulos emitidos pela companhia e maiores as chances de acúmulo do capital necessário para que os objetivos da sociedade anônima sejam atingidos. Isso é majorado com a possibilidade da própria companhia buscar a emissão desses títulos no mercado internacional, na chamada emissão patrocinada, aumentando ainda mais o rol de possíveis investidores da companhia e, conseqüentemente, das formas de capitalização. Esses títulos representam, portanto, mais uma vantagem da companhia aberta e, do mesmo modo, como estímulo para a abertura de capital de companhias revestidas de outros modelos societários.

Por fim, há outros títulos que foram sendo criados, com formas e estruturas diferenciadas, de modo a se adequar à evolução do mercado e à demanda dos investidores nacionais e internacionais. Em verdade, há vários outros títulos que podem ser negociados

⁸² MINISTÉRIO DA FAZENDA. Comissão de Valores Mobiliários. **Legislação e regulamentação:** Instrução CVM n. 332, de 04 de abril de 2000. Dispõe sobre a emissão e negociação de certificado de depósito de valores mobiliários - BDRs com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior e revoga as Instruções CVM nºs 255, de 31 de outubro de 1996, e 321, de 10 de dezembro de 1999. Publicada no DOU de 07.04.00. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=inst\inst332.htm>>. Acesso em: 15 mar. 2011.

⁸³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. 2 v. p. 178-179.

pelas companhias ou até mesmo criados para a negociação de direitos relativos às sociedades anônimas.

Não é possível, nesse sentido, limitar o número e as espécies de valores mobiliários a serem emitidos pelas companhias, pois o próprio mercado exige a renovação e a diversificação de espécies e títulos a serem negociados sob essa formatação. A esse respeito, Antunes destaca que “[...] a já assinalada dinâmica própria dos mercados financeiro, responsável por uma incessante diversificação e renovação dos instrumentos nele negociados, tem decerto também contribuído, e muito, para instabilidade conceitual [...]”⁸⁴ dos valores mobiliários. O jurista português afirma, ainda, que essa instabilidade conceitual decorre do fato de que os valores mobiliários outrora existentes sofreram diferentes modificações que, por consequência diversificaram e aumentaram o número de títulos negociados no mercado de capitais.⁸⁵

No Brasil, as mudanças seguem a mesma linha e diversos são os valores mobiliários que podem ser emitidos pelas companhias, além dos já apontados neste estudo. A esse respeito, uma vez que diferentes as necessidades do mercado e a demanda dos investidores, o próprio legislador optou por não limitar o rol de valores mobiliários emissíveis pelas companhias, trazendo, no inc. IX, do art. 2º, da Lei n. 6.385/1976⁸⁶, a previsão de que outros títulos, além daqueles elencados nos incisos do mesmo artigo, podem ser emitidos pela companhia e se submeterão aos ditames desta respectiva legislação.

Essa possibilidade de emissão de diferentes títulos figura como outra vantagem para as companhias abertas, que, além de todos os valores mobiliários previstos na legislação, podem, a depender das necessidades do mercado e da forma em que se planeja a capitalização, oferecer publicamente outros títulos ou contratos de investimento coletivo, aumentando as

⁸⁴ ANTUNES, José Engrácia Antunes. **Os instrumentos financeiros**. Coimbra: Almedina, 2009. p. 59.

⁸⁵ A esse respeito, Antunes afirma: Com efeito, se ainda apenas há algumas décadas atrás, a ordem jurídica apenas conhecia dois valores mobiliários matriciais – ações e obrigações –, assistiu-se desde então a uma verdadeira diversificação neste domínio, operada por via da complexificação (v.g., ações especiais, obrigações especiais), da combinação (v.g. obrigações convertíveis em ações, títulos de participação, ações germinadas), da dissecação (v.g., direitos destacáveis), e da inovação (v.g. “warrants” autônomos, “depository receipts”). Ibid., p. 59.

⁸⁶ Assim estabelece o inc. IX, do art. 2º da Lei 6.385/1976: Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

[...]

IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contrato de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. BRASIL, Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 8 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm> Acesso em: 11 fev. 2011.

possibilidades de se capitalizar. Mais um estímulo, portanto, às empresas em crescimento, no sentido de abrir o capital e se revestir do modelo societário das sociedades anônimas.

Outro aspecto interessante relativo aos valores mobiliários das companhias se refere à forma de negociação, no mercado de capitais, que vêm registrando uma mudança considerável nas últimas décadas. Isso se deve principalmente em decorrência do recente fenômeno da globalização, bem como em virtude dos avanços tecnológicos registrados nos últimos tempos, que atingiram, de forma bastante acentuada, tanto a economia e a política, quanto as relações sociais da população, em nível mundial. Nesse passo, o mercado de capitais, que, até há poucos anos, regia-se por transações realizadas em ambientes físicos organizados e sediados pelas Bolsas de Valores e Mercados de Balcão, teve toda a sua dinâmica de negociações totalmente modificada.

Atualmente, com a informatização de praticamente todos os meios de organização das transações realizadas no mercado de capitais, inclusive com o registro, em tempo real, de informações e com a transmissão de segurança aos investidores, potencializada pelas facilidades trazidas pela internet, que possibilita a troca imediata de informações de qualquer lugar do mundo, a compra e venda de valores mobiliários, que pode ser feita em segundos, de qualquer computador com acesso à rede mundial de computadores, vem crescendo acentuadamente nos últimos anos.

Nessa mesma toada, a negociação entre países, em função da globalização, também registrou crescimentos bastante significativos. Em decorrência disso, é possível atualmente a um investidor possuir aplicações financeiras ao redor de todo o mundo, podendo movimentá-las em questão de segundos, de qualquer computador com acesso à internet. Toda essa evolução na forma de negociação das ações e valores mobiliários das companhias, por certo, atraiu e continua atraindo novos investidores, que, antes, não tinham acesso ao mercado de capitais ou a títulos de companhias, no mercado mundial globalizado.

A atração de mais investidores e a ampliação das formas de negociação, com a possibilidade de acesso de investidores de diferentes localidades e até de outros países, conferem maior destaque aos valores mobiliários e, conseqüentemente, ao próprio modelo societário das companhias. Tudo isso se revela como outra vantagem na capitalização das companhias, o que desponta como outro fator positivo das sociedades anônimas e como incentivo à abertura de capital.

A capitalização da companhia, portanto, pode se dar direta ou indiretamente (no sentido de atrair investimentos), com a emissão de ações, debêntures, *commercial papers*, bônus de subscrição, partes beneficiárias, CDVM's, além de outros títulos e contratos

coletivos, devidamente regulados pela CVM ou a serem criados pelas companhias. A emissão desses títulos é potencializada, ainda, pelas inovações do mercado de capitais, que vêm alterando sua estrutura, de forma a tornar as negociações mais dinâmicas e de atrair novos investidores para as companhias. Todos esses fatores apontam, em detrimento da capitalização da empresa por outros meios, tal como a internalização de lucros ou busca de alternativas no mercado de crédito, como já apontado, para a emissão de ações e valores mobiliários, como importante forma de reunião de recursos para o crescimento, desenvolvimento de projetos ou até mesmo para a restauração do passivo de diferentes empreendimentos.

Nessa esteira, assim como se defende com este estudo, a abertura de capital representa uma importante forma de capitalização de empreendimentos, além de proporcionar outras grandes vantagens que serão demonstradas nos tópicos subsequentes, como a aquisição de outros investimentos, a melhora de sua imagem institucional, a criação de um referencial de avaliação do negócio, entre outras.

2.2.2 Abertura de Capital como Instrumento Facilitador da Integração Empresarial

As constantes inovações tecnológicas, a grande criatividade do empresário atual e a influência de outros países na economia, cultura e relações sociais dos agentes da economia, o que também se relaciona diretamente com a globalização, promovem, no cenário econômico-empresarial, mudanças constantes, relacionadas principalmente à tentativa dos empreendedores de superar a concorrência e, em igual ou até mesmo em superior medida, à necessidade de manutenção, pelos administradores, da equação que leva a empresa e seus respectivos investidores ao lucro. Essas mudanças ocorrem tanto na estrutura individualizada de cada empresa – como se sugere com este estudo, com a abertura de capital, por exemplo – quanto nas relações econômicas entre os empreendimentos de um determinado ramo de atividade ou de determinadas localidades.

Nessa conjuntura, há muito tempo se registra, no meio empresarial, um fenômeno que pode facilitar a empreitada dos empreendedores no caminho em busca do sucesso, pois promove a comunhão de interesses de diferentes empreendimentos, permitindo que, em conjunto, enfrentem a concorrência e, concomitantemente, as dificuldades do mercado, com maior facilidade. Esse fenômeno, que recebeu o nome de concentracionista, tem sido considerado como uma ferramenta imprescindível para o desenvolvimento empresarial e para a formação da conjuntura econômica atual.

O fenômeno concentracionista surgiu, segundo propõe Munhoz, uma vez que o cenário econômico passou a exigir de seus agentes a concorrência em um mercado internacional⁸⁷, de modo que se registrou uma tendência no meio internacional de aglomeração entre empreendimentos com interesses comuns para fazer frente à concorrência cada vez mais acirrada e dominada por empreendimentos com maiores estruturas, melhores planejamentos administrativos e, conseqüentemente, melhor providas de capital e arrojadas para disputar as diferentes fatias do mercado. Munhoz afirma, ainda, ao abordar a figura dos grupos de sociedades, que a concentração empresarial passou a ser o protagonista central do sistema econômico⁸⁸. Tal reflexão, importante ressaltar, não se revela exagerada, pois o fenômeno concentracionista vem, de fato, já há muito tempo, exercendo um papel importantíssimo no desenvolvimento e na dinamização da relação entre diferentes empreendimentos, de modo a tornar-se, assim como também classifica José Engrácia Antunes, um fenômeno-chave da ordem econômica de nossos dias.⁸⁹

Nesse passo, o fenômeno concentracionista se expressa de várias formas ou seja, meios de fazer com que as empresas colaborem umas com as outras, tanto para promoverem o seu crescimento e o desenvolvimento de suas atividades quanto para desenvolver outros projetos em conjunto. Há, por exemplo, meios de empresas unirem esforços mesclando seus respectivos quadros societários, de modo a se integrarem e, assim, atingirem maiores proporções, adquirindo mais capital para investir e ampliar a parcela que lhes cabe no mercado. Há, também, por outro lado, formas de as empresas, mantendo suas respectivas individualidades, envidarem esforços conjuntos, para desenvolverem apenas um projeto ou para atingirem uma determinada parcela do mercado, sem que isso implique em qualquer alteração nos quadros societários de cada uma delas.

Agnes Pinto Borges classifica as formas de concentração, que intitula, de “formas de colaboração empresarial” em duas espécies, quais sejam “formas de integração empresarial”,

⁸⁷ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e direito societário**: poder de controle e grupos de sociedades. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002. p. 85.

⁸⁸ Munhoz afirma: “[...] a empresa plurissocietária e por conseqüência, seu instrumento jurídico – o grupo de sociedades –, passou a constituir o protagonista central do sistema econômico, adotando múltiplas estruturas organizacionais, freqüentemente não baseadas na propriedade do capital, em uma busca constante de maior flexibilidade, ou seja, de maior capacidade para rápidas adaptações às novas exigências do mercado”. Ibid., p. 93.

⁸⁹ Antunes resalta a importância do fenômeno concentracionista: “Vimos como a empresa moderna, evidenciando uma tendência natural para respectiva expansão e crescimento, acabou por transformar o universo contemporâneo, a pouco e pouco, de um quadro atomístico e concorrencial no quadro de um processo de concentração econômica. O resultado desse processo evolutivo da empresa, e do conseqüente esborar das premissas do modelo econômico clássico, traduziu-se assim na emergência da concentração empresarial como o fenômeno-chave da ordem econômica de nossos dias.” ANTUNES, José Augusto Quelhas Lima Engrácia. **Os grupos de sociedades**: estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária. 2. ed. Coimbra: Almedina. 2002. p. 47.

em que as empresas envolvidas perdem suas respectivas autonomias e “cooperação empresarial”, em que as empresas envolvidas mantêm-se individualizadas.⁹⁰ Nesse sentido, na *integração empresarial* há uma efetiva alteração na forma societária da empresa, criando-se um novo cenário, em que há uma confusão da situação societária dos empreendimentos envolvidos – tal como ocorre, por exemplo, com a fusão, incorporação ou formação de grupos de sociedades, como será abordado em sequência, em que há uma alteração do contrato social das empresas e efetivamente das suas realidades administrativa e econômico-empresarial. Por outro lado, na *cooperação empresarial*, os empreendimentos conservam suas respectivas individualidades e são formalizados em contratos envolvendo apenas algum tipo de parceria para consecução de algum projeto, muitas das vezes por prazos determinados – tal como os de *joint ventures*⁹¹ por exemplo, cuja funcionalidade, marcada pela possibilidade de adequação às necessidades das empresas envolvidas e das diferentes realidades jurídicas e econômicas em que estiverem inseridas, adéqua-se de forma substancial nesse modo de concentração empresarial.

No âmbito deste estudo, entretanto, as formas de integração empresarial merecem destaque em detrimento das formas de cooperação empresarial⁹², pois a empresa revestida do modelo da sociedade anônima – foco deste trabalho – possui determinadas vantagens quando

⁹⁰ Borges explica as diferentes classificações da colaboração empresarial: “Note-se, ademais, que a colaboração empresarial é gênero do qual a cooperação e a integração empresariais são espécies. Estas, como vimos, diferenciam-se basicamente pelo fato de naquela não ocorrer a perda da autonomia, independência e personalidade jurídica das partes envolvidas, e nesta se constatar a perda total ou parcial da autônoma, da independência e da personalidade jurídica. Outra diferença é que na integração empresarial o nível de interdependência é maior do que na cooperação empresarial”. BORGES, Agnes Pinto. **Parceria empresarial no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2004. p. 35.

⁹¹ O contrato de *joint venture* puro, ou seja, em sua forma comum, alheio às diversas formulações desenvolvidas pela prática empresarial para esta figura contratual, se resume na associação entre duas ou mais empresas, por tempo determinado ou indeterminado, para a consecução de um determinado objetivo (tais como a compra de um maquinário para utilização em conjunto, a realização de um projeto de venda de mercadorias em conjunto, a instalação de uma filial internacional, entre diversos outros), de modo a se adaptar a qualquer ordenamento jurídico (nacional, internacional ou levando ambos em consideração) ou situação econômica em que estiverem inseridas.

⁹² Esse destaque às formas de *integração empresarial* não significa que a sociedade anônima não possa se valer da *cooperação empresarial* no intuito de formalizar diferentes negócios em prol de sua ascensão. Do mesmo modo, não se defende a utilização de um ou outro modelo de aglomeração entre diferentes empreendimentos como mais adequados às sociedades anônimas. No entanto no âmbito da concentração empresarial as vantagens que uma sociedade anônima leva quando da *integração* de empreendimentos são melhor visualizadas, pois neste tipo de conjunção de interesses de diferentes empresas há uma maior probabilidade de haver a remuneração de empreendedores, em troca de cotas sociais ou até do controle de determinado grupo. Aí transparece a vantagem que se pretende colocar em evidência, pois no caso das companhias, essa remuneração pode se dar, assim como será posteriormente demonstrado, com ações ou valores mobiliários mantidos em suas reservas, a serem emitidos com o aumento de capital ou de seus próprios acionistas. Importa acrescentar, ainda, que nas diferentes formas de *cooperação* empresarial esse tipo de remuneração também pode ocorrer, entretanto a sua ocorrência prática é significativamente menor, ou de mais difícil percepção no âmbito de um trabalho teórico, de quando se formaliza um contrato em que há *integração* de diferentes empreendimentos.

da consecução deste tipo de concentração empresarial. Isso porque, uma vez que a sociedade anônima possui a faculdade de aumentar o capital social, emitindo ações e outros tipos de valores mobiliários apontados em tópicos anteriores, tais instrumentos financeiros podem ser utilizados como moeda de troca, quando da formalização de algum tipo de concentração empresarial nesse mesmo sentido. Nessa esteira, importa traçar algumas características acerca dos principais tipos de integração empresarial, para a percepção de como se dá esse tipo de negociação e, em sequência, demonstrar-se a forma como se efetiva a operação com a utilização de ações ou valores mobiliários.

Importa destacar, entretanto, em vista das inúmeras e inclassificáveis formas de concentração empresarial, que não se pretende esgotar o tema trazendo cada um dos tipos de integração empresarial, mas, tão somente, tecer algumas considerações sobre as formas mais conhecidas e utilizadas pelas empresas nesse intuito. Isso porque, assim como menciona o autor português José A. Engrácia Antunes, o fenômeno concentracionista “[...] traduz-se numa série quase infindável de formas e de graus de intensidade”⁹³, o que tornaria praticamente impossível a análise de todos os modelos existentes atualmente.

Essas considerações certamente tornam frustrada qualquer tentativa de esgotar ou mesmo mencionar todas as espécies de concentração de empresas, mais especificamente neste trabalho, no que se refere às formas de integração empresarial, atualmente praticáveis no meio empresarial. Por esse motivo destacam-se as formas mais utilizadas atualmente, quais sejam a fusão, a incorporação e a formação de grupos empresariais; cuja formatação contratual vem de ser suficiente no sentido de demonstrar como, no âmbito deste estudo, a sociedade anônima apresenta maiores vantagens neste tipo de operação, em detrimento de outras empresas revestidas de outros modelos societários.

É possível abordar os institutos da incorporação e da fusão em conjunto, pois, no campo prático, referem-se à mesma operação, qual seja, a reorganização societária das empresas envolvidas. Embora, em muitas das vezes, tais figuras sejam aplicadas tão somente para manter a sobrevivência de empreendimentos afetados pelas intempéries do mercado, a incorporação e a fusão podem ser implementadas para proporcionar o crescimento dos empreendimentos envolvidos. A esse respeito Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa aponta tais institutos como traços do capitalismo moderno, mormente em época de globalização da

⁹³ Antunes complementa: “[...] esta multiplicidade, hoje já praticamente insistemizável, das formas concretas que pode revestir o fenômeno da concentração tem acompanhada, no plano do Direito, pela criação de um número crescente e já também dificilmente abarcável de técnicas jurídicas que servem esse fenômeno [...]”. ANTUNES, José Augusto Quelhas Lima Engrácia. **Os grupos de sociedades: estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária**. 2. ed. Coimbra: Almedina. 2002. p. 48.

economia, na qual a consolidação de macroempresas internacionais e transnacionais é uma realidade palpável⁹⁴, o que, por certo, os tornam meios apropriados para que se atinja a ascensão das empresas envolvidas.

A incorporação, prevista no art. 1.116, da Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2002⁹⁵ (Código Civil) e art. 227, da Lei das S.A., assim como sugere o próprio vernáculo, refere-se à aquisição de uma empresa por outra, que assumirá todas as suas atividades, integrando-as às que já exerce, de modo a cumular mais força para atuar no mercado. José Marcelo Martins Proença define a incorporação como o “[...] ato pelo qual uma ou mais sociedades, qualquer que seja sua atividade, é absorvida por outra, que substitui em todos os direitos e obrigações, tornando-se extinta a sociedade incorporada.”⁹⁶ A fusão, prevista no art. 1.119, do Código Civil e art. 228, da Lei das S.A., por outro lado, assim como a incorporação, também proporciona a concentração de diferentes empreendimentos em apenas um. No entanto, nesta modalidade de reorganização societária, as empresas envolvidas são extintas para a criação de uma terceira, nova empresa, que passará a atuar no mercado, assumindo o conjunto das atividades outrora exercido pelas primeiras, anteriores. Nessa mesma linha, Proença define a fusão como o ato pelo qual “[...] duas ou mais empresas se extinguem, conjugando-se os patrimônios para a criação de uma nova sociedade.”⁹⁷

Tanto a incorporação como a fusão se mostram meios hábeis de ampliação do espectro de atuação dos empreendimentos, oportunando a ascensão e o crescimento empresarial. A incorporação serviria como uma forma rápida de majorar o espectro de atuação da empresa que se encontra em latente crescimento, abrindo-lhe a oportunidade de, após a formalização da alteração societária, com maior força, conquistar maiores fatias do mercado. Na fusão, os empreendimentos envolvidos, unidos à força econômica, à experiência e à parcela do mercado correspondente a cada um deles, agora atuando em conjunto, cumulariam maior confiança e garantia de sucesso no intento de registrar crescimento e aumentar seu espectro de atuação.

⁹⁴ Verçosa diz: “Claramente, a incorporação e a fusão correspondem a processos de concentração empresarial típicos do capitalismo moderno, mormente em época de globalização da economia, na qual a consolidação de macroempresas internacionais e transnacionais é uma realidade palpável. A cisão também está inserida em tal mecanismo, porque em grande parte dos casos ela se presta a uma reorganização empresarial de que é instrumento juntamente com a incorporação e a fusão, porque – lembrando-se o disposto no art. 229, da Lei 6.404/1976 – freqüentemente ocorre a incorporação de parte do patrimônio sociedade cindida em outra sociedade já existente”. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de direito comercial. São Paulo: Malheiros, 2007. v. 2, p. 258.

⁹⁵ BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Seção 1, p. 1. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 10 jan. 2011.

⁹⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Concentração empresarial e o direito de concorrência**. São Paulo: Saraiva, 2001. p. 70.

⁹⁷ *Ibid.*, p. 71.

Outra das formas de concentração empresarial, que se mostram aptas a levar empreendimentos ao crescimento, à conquista de novos mercados e à exploração de outras atividades, são os grupos de sociedades. Nessa modalidade de concentração empresarial, prevista nos arts. 265 e seguintes, da Lei das S.A., duas ou mais empresas constituem uma organização regida e administrada em conjunto, de modo que o grupo, como se fosse uma só empresa, passa a atuar no mercado. Leonardo de Gouvêa Castellões⁹⁸ afirma que, para se formular uma definição de “grupos de sociedades”, é necessário levar em conta alguns elementos que aponta separadamente em seu trabalho, quais sejam a preexistência de mais de uma sociedade, a formação de uma relação conjuntiva entre as empresas envolvidas, de modo a formar um “todo”, a aptidão desta organização em desempenhar peculiarmente atividades econômicas e, por fim, a submissão de todas elas a uma direção unitária.

Verificados esses elementos, Castellões chega ao que considera uma definição ontológica preliminarmente satisfatória de que o grupo de sociedades “[...] seria a reunião de sociedades comerciais (empresariais), que, submetidas a uma direção unitária limitada ao seu elemento qualitativo, forma um todo apto a desempenhar peculiarmente atividades econômicas.”⁹⁹. Tomando por base essas considerações, pode-se concluir que os grupos de sociedades são uma forma complexa de concentração empresarial, em que diferentes empresas, munidas de um ânimo comum, organizam-se, sob uma única direção, para atuar em conjunto no mercado. Essa organização, entretanto, não segue nenhum padrão preestabelecido, tampouco uma ordem ou formato predeterminado, o que permite concluir que os grupos de sociedades podem assumir infindáveis estruturas e se formar dos mais variados números ou tipos de empreendimentos. Vale destacar, por importante, que a reunião de empresas, passando a atuar, por intervenção de um grupo, não implica em que tal grupo constitua uma empresa, por força da junção das demais; ou seja, o grupo não tem personalidade jurídica, a tal sorte que cada uma das empresas, integrantes do grupo, conserva sua própria personalidade jurídica.

A concentração empresarial, portanto, focalizada na integração de diferentes empreendimentos, seja por meio de fusão, incorporação ou formação de grupos empresariais, identifica-se com o tema abordado no que se refere à forma de remuneração dos empreendedores envolvidos. Isso, é certo, porque a confusão societária motivada por esse tipo de alteração da estrutura social das empresas envolve a compra e venda de ativos das entidades empresariais. Nesse sentido, na incorporação, uma empresa ou seus sócios

⁹⁸ CASTELLÕES, Leonardo de Gouvêa. **Grupos de sociedades**. Curitiba: Juruá, 2008. p. 76 et seq.

⁹⁹ Ibid., p. 77.

compram as parcelas do capital social dos sócios do empreendimento incorporado. No mesmo diapasão, na fusão e na formação de grupos de sociedades, pode haver, do mesmo modo, a aquisição de parte das quotas sociais de determinados sócios, do controle exercido por um investidor ou grupo de investidores e, ainda, de parte ou até mesmo da totalidade de um ou mais empreendimentos envolvidos. Essa negociação, por consequência lógica, implica na remuneração dos empreendedores que abriram mão de suas respectivas parcelas das empresas que participaram da operação. Exatamente nesse ponto transparece a vantagem da sociedade anônima, nesse tipo de negociação, pois a remuneração, nesse caso, pode ocorrer em capital, em crédito para com os empreendimentos envolvidos ou, no caso das companhias, em ações ou valores mobiliários emitidos pela empresa ou cedidos por seus sócios, com o propósito de formalizar a concentração empresarial.

Essa possibilidade diferencia de forma bastante acentuada esse tipo de negociação, no âmbito de uma sociedade revestida do modelo da sociedade limitada ou da sociedade anônima fechada, pois somente no caso das companhias aberta é que as ações possuem valor de mercado e, assim como os demais valores mobiliários, podem ser negociadas livremente no mercado de capitais. Tais títulos são, portanto, considerando-se ainda o sucesso da empresa, mercadoria desejada pelos investidores, tanto que, diariamente, há inúmeras negociações formalizadas envolvendo sua compra e venda. Nesse sentido, apenas na sociedade anônima aberta é possível que se negocie com ações e valores mobiliários, como verdadeira moeda de troca, de modo a propiciar o pagamento em operações diversas a serem realizadas pelo empreendimento, especialmente no caso das incorporações, em que essa realidade fica mais nítida, já que uma sociedade verdadeiramente compra a outra, podendo, nesse caso, pagar pela aquisição com dinheiro, ações ou outros valores mobiliários.

Ari Cordeiro Filho corrobora com essa possibilidade ao afirmar que, dispor de ações e debêntures negociadas no mercado de capitais, “[...] as companhias podem ter melhores condições de se expandir via aquisição de outras empresas. As suas próprias ações (ou debêntures) podem entrar na transação, sem exigir desembolso de caixa.”¹⁰⁰ A formalização do negócio, portanto, torna-se muito mais factível para as companhias, pois não é necessário que todo o capital que envolva a operação seja represado para a sua formalização. A sociedade anônima pode, assim como no caso do processo de capitalização apontado

¹⁰⁰ Cordeiro Filho complementa: “Uma oferta de troca de ações, (ou debêntures) numa “aquisição”, pode ser para parte ou para totalidade do negócio, pode ter como titular da oferta a própria empresa ou os titulares das ações (ou debêntures, abranger debêntures ou revestir formas mais complexas como transferência de ativos com pagamento em ações (ou debêntures)”. CORDEIRO FILHO, Ari. **Manual de abertura das companhias**. Rio de Janeiro: IBMEC: APEC, 1981. p. 46.

detalhadamente em tópico anterior, aumentar seu capital, emitindo novas ações ou ainda emitindo outros valores mobiliários, que serão destinados justamente a remunerar os empreendedores envolvidos no negócio, promovendo, com menores custos e maior facilidade, a integração empresarial almejada.

Essa possibilidade, de utilização de ações e valores mobiliários, consubstancia-se em mais uma vantagem das sociedades anônimas, em detrimento de outros modelos societários, além de, da mesma forma que a emissão de títulos, para a capitalização da empresa, contribuir no sentido de estimular que empreendimentos optem pela abertura de capital. Além dessas duas vantagens decorrentes da abertura de capital, outros benefícios também decorrem desses modelos de reorganização societária, cujas características gerais serão delineadas, ainda que em síntese, no tópico subsequente.

2.2.3 Outras Vantagens Decorrentes da Abertura de Capital

Como vantagens suplementares, além da capitalização e da possibilidade de concentração empresarial, com remuneração por meio de ações e outros valores mobiliários, os empreendimentos revestidos do modelo da sociedade anônima contam, também, (i) com a vantagem de proporcionar aos seus investidores e acionistas uma maior liquidez patrimonial, visto que os valores mobiliários podem ser negociados livremente no mercado de capitais; (ii) criam, com a operação, um referencial de avaliação do negócio, baseado no valor de mercado de seus títulos; (iii) melhoram sua imagem institucional; (iv) podem se valer de um novo meio de reestruturação de seu passivo, que ocorre por meio da capitalização; e, ainda, entre outros, (v) fortalecem o relacionamento com seu público de fornecedores, consumidores e, inclusive, funcionários. Importa, em sequência, apontar, de forma mais detalhada, em que se baseiam esses aspectos positivos e de que maneira influenciam no exercício das atividades da empresa que abre seu capital.

Justamente em função da abertura de capital, as companhias, diferentemente do que ocorre com os sócios quotistas de empresas que adotam outros modelos societários, proporcionam aos seus acionistas um patrimônio com altíssima liquidez (i). Isso se deve ao fato de que, uma vez que o mercado de capitais é aberto a todos e que milhares de operações acontecem diária e simultaneamente, os valores mobiliários de determinada companhia podem ser comprados e vendidos a qualquer tempo. Os investidores, nesse sentido, podem transformar o seu patrimônio em dinheiro, quando desejarem, o que caracteriza a liquidez patrimonial atinente às ações e aos títulos das companhias.

A circulação de ações da companhia no mercado de capitais representa, ainda, como outro aspecto positivo da sociedade anônima de capital aberto, um referencial de avaliação dos negócios da empresa (ii). Uma vez que os valores mobiliários estão disponíveis para o público, no mercado de capitais, a companhia será constantemente avaliada pelos investidores e as suas percepções, conseqüentemente, refletirão na variação da cotação diária das ações da companhia. Deste modo, a sociedade anônima tem condições, por meio da observação de altas ou baixas, nos valores de seus títulos, de avaliar se está agindo no caminho certo e se os investidores têm como corretas e sadias as atitudes e decisões tomadas por seus administradores. Da mesma forma, também como referencial para o andamento da companhia, é possível, com base na variação dos valores das ações, calcular se determinado momento é propício para a tomada de alguma decisão, para a alteração de alguma estrutura ou ainda para a emissão de novos valores mobiliários.

Outra vantagem com a qual o empreendimento passa a contar, com a abertura do capital, é a melhoria de sua imagem institucional perante seus clientes, fornecedores e para o mercado de capitais de modo geral (iii). Essa melhoria da imagem ocorre pelo fato de que a companhia, por ter seus títulos negociados em Bolsas de Valores e Mercados de Balcão, passa a ser constantemente acompanhada pela mídia, que a coloca em evidência de modo a projetá-la para o público investidor. Além disso, nesse mesmo sentido, a empresa ganha mais credibilidade, pois, por força da Lei das S.A., precisa periodicamente divulgar para a Bolsa de Valores e para a imprensa qualquer fato considerado relevante ocorrido nos seus negócios.¹⁰¹ Necessário, também, ainda por exigência da legislação, que a empresa publique, à cada exercício social, demonstrativos relacionados à sua atividade financeira¹⁰². Sendo assim, a empresa ganha uma visibilidade muito maior, o que torna mais factível o acesso a novos mercados e facilita ainda mais o seu crescimento.

A sociedade anônima, ainda como aspecto positivo, justamente por ter um acesso diferenciado ao capital, tem uma facilidade muito maior de reestruturar o seu passivo financeiro (iv). Assim, ao se tornar aberta e lançar valores mobiliários no mercado, a companhia se habilita tanto para engendrar novos projetos quanto para regularizar seus débitos com os credores. Nessa mesma esteira, em termos de futuro, ao enfrentar dificuldades

¹⁰¹ O § 4º, do art. 157, da Lei das S.A. dispõe: “Art. 157. [...]”.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à Bolsa de Valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.

¹⁰² O art. 176, da Lei das S.A. estabelece: “Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício: [...]”.

financeiras, a sociedade anônima pode lançar novos títulos no mercado de capitais para restabelecer sua saúde financeira.

Por fim, também como vantagem da abertura de capital, destaca-se o fortalecimento do relacionamento da sociedade anônima de capital aberto com seu público de fornecedores, consumidores e funcionários (v). Por se tornar aberta, a companhia capitalizada pode oferecer uma melhor estrutura para todos aqueles que se envolvem diretamente com suas atividades. Nessa esteira, uma vez que tem acesso diferenciado ao capital, a empresa tem melhores condições de satisfazer os débitos com seus fornecedores, tornando mais sadia sua relação com toda sua ordem de credores.

A companhia, também, em função da capitalização, tem maiores condições de investir na profissionalização de seu pessoal e na estrutura de suas instalações, melhorando o atendimento e o relacionamento com seus clientes. Além disso, a empresa pode dispor de um ambiente de trabalho melhor edificado, com um regime de contratação e de pagamento de salários e benefícios aos funcionários detidamente adequados às exigências da legislação. Não bastasse, ainda como política de boa relação com seus funcionários, a empresa pode oferecer ações da companhia como benefício atrelado à remuneração dos trabalhadores, o que, além fortalecer a relação entre empresa e funcionário, estimula o trabalho em prol do crescimento e desenvolvimento do empreendimento.

2.3 Processo de Abertura de Capital

O processo de abertura de capital da empresa para ter início, depende da decisão dos sócios e administradores da sociedade, nesse sentido. Contudo, essa decisão não demora se concretizar, pois como observa Humberto Castelões Neto, Lucy A. Souza e Maria Cecília Rossi “[...] em geral é difícil de ser tomada pelos controladores e envolve uma série de estudos e pesquisas, além da aceitação de uma nova cultura dentro da companhia.”¹⁰³

Nessa tessitura, antes mesmo que os sócios e administradores da empresa optem por efetivamente abrir seu respectivo capital, é imprescindível que seja realizado um estudo preliminar detalhado, por profissionais especializados (como advogados, economistas, contadores, consultores da Bolsa de Valores e mercados de balcão, entre outros diretamente ligados às atividades do mercado de capitais); estudo este que levará em conta todas as atividades da empresa e se presentes estão os requisitos mínimos necessários para a

¹⁰³ CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 80.

viabilização da empreitada. Os principais objetivos deste estudo preliminar são os de verificar a posição da empresa frente ao mercado, as suas possibilidades de ascensão e, especialmente, se a abertura de capital representa uma boa opção naquele caso concreto, com a análise, por exemplo, do perfil dos investidores, no que se refere àquele ramo de atividades e se a oferta de ações ou valores mobiliários, por aquele empreendimento, atrairia investimentos suficientes para o sucesso da operação.

A esse respeito, Ari Cordeiro Filho ao tratar da decisão, pelos sócios e administradores, para a eventual abertura de capital, elenca os principais fatores discutidos entre empresas e intermediários, que representariam os requisitos mínimos para se iniciar um projeto nesse sentido, quais sejam: o porte da empresa, os lucros, a expectativa de crescimento dos lucros, a estabilidade na evolução dos lucros, a qualidade e o crescimento do lucro e a remuneração sobre o capital investido. O autor aponta, ainda, que, para se chegar às conclusões relativas aos fatores acima apontados, necessário que o estudo preliminar leve, também, em consideração, as seguintes variáveis: volume de vendas, custos, lucro bruto/vendas e lucro líquido/vendas e capital de giro. Por fim, elenca, como importante para finalização do estudo, uma investigação industrial profunda, levando em conta, nesse sentido, a qualidade da administração, quanto à habilitação técnica, seu tino empresarial, a confiança ou prestígio de que gozem na comunidade financeira e junto a clientes e fornecedores.¹⁰⁴

Realizados esses estudos e em se verificando a viabilidade de sua implementação, os sócios deliberam sobre a efetiva abertura de capital e, caso concordem com a sua realização, o procedimento relativo a esta operação pode ter início. Todo o processo de abertura, todavia, envolve alterações significativas na forma de condução e administração do empreendimento e, muito embora os benefícios tendam a conduzir a empresa ao almejado crescimento, até que a abertura seja, de fato, formalizada, várias medidas devem ser tomadas, para propiciar o cumprimento da legislação relacionada ao modelo societário das sociedades anônimas e do mercado de capitais. Dessa forma, o procedimento a ser adotado pelas empresas, para melhor visualização, pode ser dividido em diversas fases, cujas características merecem algumas considerações.

¹⁰⁴ CORDEIRO FILHO, Ari. **Manual de abertura das companhias**. Rio de Janeiro: IBMEC: APEC, 1981. p. 55-62.

2.3.1 Caracterização Jurídica do Processo de Abertura de Capital

Após a realização dos estudos preliminares, da verificação da viabilidade do projeto, com a presença dos requisitos mínimos para se proceder a abertura de capital e da decisão, por parte dos sócios e administradores da empresa, no sentido de realmente implementá-la, inicia-se aquela que pode ser considerada como a primeira fase efetivamente ligada ao processo de abertura de capital. Essa fase envolve a preparação da empresa para a alteração do modelo societário, com a adequação do quadro administrativo – criando-se, caso ainda não existam, os órgãos gestores da companhia, que, como visto anteriormente, são as Assembléia Gerais, o Conselho de Administração e o Conselho –, do estatuto social, aos requisitos relativos à formatação de uma companhia, incluindo-se a preparação da documentação necessária para a publicação dos demonstrativos financeiros do balanço patrimonial, além de outras mudanças relativas à estruturação, principalmente no que se refere à Lei das S.A., de uma sociedade anônima.

Além disso, como destacam Humberto Casagrande Neto, Lucy A. Souza e Maria Cecília Rossi, é também imprescindível, nessa fase do processo, que os administradores acertem as pendências fiscais, trabalhistas ou débitos de qualquer natureza, que possam denegrir a imagem da empresa frente aos investidores; contratem uma auditora independente, autorizada pela CVM, para auditar as relações financeiras conferindo maior credibilidade às finanças da empresa; organizem departamento de acionistas, tendo em vista o alargamento da base acionária; profissionalizem a administração e as práticas administrativas de controle ao máximo possível, considerando-se que o mercado não aprova administrações puramente familiares e não modernizadas; promovam a discussão com os funcionários, sócios e administradores visando estabelecer uma nova cultura, relacionada ao “espírito do capital aberto”. Os autores indicam, ainda, como importante, nesse passo do procedimento, no caso dos grupos de empresa, que se realize um reordenamento do controle acionário, para conferir maior transparência à formatação do grupo e evitar que a conformação dê margem a “desvio de lucros” por parte do controlador e, além disso, sejam realizadas, se necessário, incorporações ou outras reestruturações, de modo a adequar as empresas à abertura.¹⁰⁵

Toda essa preparação preliminar é fundamental para o início da operação, pois adequa a empresa à formatação necessária para a abertura de capital, cujo sucesso dependerá de fatores pontuais decididos e implementados nesta fase. Importa mencionar, entretanto, que

¹⁰⁵ CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 80.

todos os procedimentos adotados pela empresa, nesse primeiro passo, rumo à abertura de capital, não possuem prazos pré-definidos e, além disso, podem ser aplicados com a ajuda de profissionais especializados, tais como advogados para adequação dos estatutos e documentos legais, contadores ou auditoria para a preparação dos balanços e planejamento da quitação dos débitos fiscais, trabalhistas e com os demais credores, além de administradores qualificados e profissionais ligados ao mercado de capitais, para a condução do processo e, posteriormente, da própria sociedade anônima, depois da implantação da abertura de capitais.

Após a realização dos procedimentos relativos a esta primeira fase de adequação da empresa à nova realidade, inicia-se uma segunda fase, relativa à efetiva abertura de capital, com a inscrição nos órgãos competentes e a opção por, juntamente com o registro de abertura, aumentar o capital e emitir novas ações, emitir apenas debêntures ou, então, tão somente distribuir ações já existentes, pertencentes aos então sócios da empresa. Não obstante, em qualquer um dos meios eleitos pela companhia, para a abertura de capital, é necessária a contratação de uma instituição financeira especializada, que coordenará a operação e se responsabilizará pelos trâmites da emissão de ações ou debêntures.

A instituição financeira que intermedia a abertura é contratada pela livre escolha da empresa que pretende abrir o capital. Todavia, a contratação, via de regra, se orienta por uma proporção entre o tamanho do empreendimento e da abertura, bem como do volume e dos valores dos papéis a serem lançados, em relação ao tamanho, experiência e importância da instituição financeira intermediária. A esse respeito, Ari Cordeiro Filho¹⁰⁶ aponta como recomendações às empresas que empreendem a abertura, que a escolha deve se pautar na experiência da instituição em ofertas públicas e no sucesso em lançamentos anteriores, bem como na capacidade de constituição de um mercado para os valores mobiliários a serem lançados, além de levar em conta, sem dúvida, o custo dos serviços.

Após a escolha e respectiva contratação da instituição intermediária, a operação passa a ser coordenada por profissionais especializados, que darão andamento, com o auxílio da administração da empresa, a todo o processo de abertura. Como primeiras providências, a instituição intermediária deve realizar o registro de alteração societária da empresa perante a Junta Comercial (caso os advogados e contadores da empresa ainda não tenham adotado esse procedimento), bem como o registro da companhia aberta junto à CVM, tendo em vista que, após a abertura, a sociedade poderá negociar ações e valores mobiliários junto ao mercado de capitais. Além desses atos, a empresa também deverá realizar o registro de emissão dos papéis

¹⁰⁶ CORDEIRO FILHO, Ari. **Manual de abertura das companhias**. Rio de Janeiro: IBMEC: APEC, 1981. p. 46.

que pretende lançar, por intervenção da abertura, o que também é feito junto à CVM, bem como outros registros juntos às Bolsas de Valores e Mercados de Balcão, nos quais pretende negociar os títulos que serão emitidos. Todos esses procedimentos, entretanto, podem ser realizados em relativa concomitância (respeitadas as exigências de cada órgão), evitando-se, nesse passo, o dispêndio de muito tempo até a aprovação de cada um dos requerimentos formulados para este fim.

O registro da empresa como sociedade anônima nas Juntas Comerciais é realizado por meio do Sistema Nacional de Registro de Empresas Mercantis (SINREM), que tem como objeto cadastrar as empresas nacionais e estrangeiras em funcionamento no País, conferindo garantia, publicidade, autenticidade, segurança e eficácia aos atos jurídicos por elas perpetrados. Esse registro é regulado pela Lei n. 8.934, de 18 de novembro de 1994¹⁰⁷ e deve ser devidamente formalizado pela empresa que abre o capital, uma vez que se verifica a alteração do modelo societário da companhia, bem como, em muitos dos casos do próprio quadro societário, com a reorganização societária anteriormente mencionada. Para tanto, a companhia deve pleitear o arquivamento, nos termos da alínea *a*, do inc. II, do art. 32, da Lei n. 8.934/1994¹⁰⁸, do novo estatuto com as alterações formalizadas em decorrência da abertura de capital.

Em sequência, uma vez que a empresa pretende negociar ações e outros valores mobiliários, no mercado de capitais, é necessário que a instituição intermediária e a empresa requeiram o registro da companhia junto à CVM (conforme estabelecido na Instrução CVM n. 480 de 07 de dezembro de 2009¹⁰⁹). Este registro, a teor do que consta da própria instrução, confere à empresa a condição de “emissor de valores mobiliários”, motivo pelo qual deve ser feito antes do pedido de registro e emissão de valores mobiliários. O emissor, de acordo com o art. 2º, da instrução CVM n. 480, pode requerer o registro perante a CVM, em uma de duas categorias existentes, a categoria “A” ou a “categoria B”. Conforme estabelece o mesmo artigo, o emissor registrado na categoria “A” está apto a negociar ações, bem como quaisquer

¹⁰⁷ BRASIL. Lei nº 8.934, de 18 de novembro de 1994. Dispõe sobre o Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 21 nov. 1994. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18934.htm>. Acesso em: 20 jan. 2011.

¹⁰⁸ Assim dispõe o art. 32, da Lei 8.934/1994: “Art. 32. O Registro compreende:

[...]

II – o arquivamento:

a) Dos documentos relativos à constituição, alteração, dissolução e extinção de firmas mercantis e cooperativas”;

¹⁰⁹ MINISTÉRIO DA FAZENDA. Comissão de Valores Mobiliários. **Legislação e regulamentação**: Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Publicada no DOU de 09.12.09. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst480.htm>>. Acesso em: 10 mar. 2011.

outros valores mobiliários que decida lançar no mercado de capitais, enquanto que as empresas que optem pela categoria “B” não poderão lançar ações, certificado de depósito de ações ou, ainda, outros títulos que confirmam ao titular o direito de adquirir ações e certificados de depósito de ações. Essa decisão fica a cargo da companhia, que faz a opção quando do protocolo do pedido. Porém, a empresa pode, posteriormente, requerer junto à CVM, a conversão da categoria “A” para a categoria “B”.

O pedido para a realização deste registro deve vir acompanhado de uma série de documentos, que visam demonstrar à CVM que a companhia já está revestida da forma societária das sociedades anônimas, se cumpre ou tem condições de cumprir as obrigações atinentes a este modelo societário, bem como se possui os meios necessários para lançar papéis e administrá-los no mercado de capitais. Após o protocolo, o pedido é enviado à Superintendência de Relações com Empresas (SEP), que poderá fazer exigências para o cumprimento de todas as formalidades da Instrução CVM n. 480, a serem atendidas pela companhia em prazo pré-fixado, para, então, decidir sobre a aprovação ou não do pedido. Uma vez deferido, a companhia se torna apta a emitir papéis no mercado de capitais e assume, a obrigação de enviar informações periódicas e eventuais, sobre suas atividades, nos termos da Instrução CVM n. 480, à CVM, bem como aos investidores.

Após a realização destes registros, empreende-se aquela que pode ser considerada como a terceira fase do processo de abertura, que envolve diretamente a emissão de ações ou debêntures no mercado de capitais, promovendo a almejada capitalização do empreendimento. Importante esclarecer, entretanto, que os procedimentos relativos aos demais registros a serem efetivados pela companhia e instituição intermediária, mencionados anteriormente, de emissão de ações ou valores mobiliários junto à CVM e perante as Bolsas de Valores, serão apontados em sequência, no decorrer dos apontamentos desta fase da abertura, relativa às operações *underwriting* e *block-trade*.

Conforme pontuado anteriormente, a empresa, ao empreender a abertura de capital, pode optar pela distribuição primária de ações, que corresponde à emissão de novas ações no mercado de capitais (com o aumento do capital social), pela distribuição apenas de debêntures ou, então, pela distribuição secundária de ações, que se consubstancia na negociação de ações já existentes, pertencentes aos sócios da companhia antes do início do processo ou que estejam reservadas na tesouraria das companhias. As operações de emissão de novas ações ou debêntures são chamadas de *underwriting* e possuem um procedimento relativamente diferente da distribuição de ações já existentes, cujo processo recebe o nome de *block-trade*. Por esse motivo, importa traçar, por primeiro, algumas considerações acerca do contrato e da

respectiva operação de *underwriting*, para, em sequência, demonstrar apenas em pontos divergentes, como ocorre a abertura por meio de *block-trade*.

Para a realização do *underwriting* é imprescindível a organização de toda a operação, por intervenção de uma instituição financeira intermediária, que, quando se trata da primeira emissão de papéis pela companhia, via de regra, é a mesma contratada para a realização de todo o processo de abertura de capital. A esse respeito, os contratos de emissão ou *underwriting*, formalizados entre a companhia e as *underwriters*, tanto na primeira operação da companhia, quanto nas demais, possuem algumas particularidades com previsão expressa na Instrução CVM n. 400, que, inclusive, traz, em seu Anexo VII, cláusulas obrigatórias a serem inseridas no respectivo instrumento contratual. Nas cláusulas previstas, além da exigência de qualificação dos envolvidos, dos detalhes relativos às ações ou valores mobiliários que serão emitidos e da remuneração correspondente ao trabalho da instituição intermediadora, há, também, entre outros, a necessidade de previsão, no instrumento, do procedimento a ser adotado para a distribuição dos títulos a serem colocados no mercado.

Nessa tessitura, os contratos de *underwriting*, podem ser operados de três formas; *underwriting* firme, *stand-by underwriting* e *best-effort underwriting*. O primeiro deles, também conhecido como de garantia firme, é firmado com o compromisso, assumido pela instituição intermediadora, de adquirir todas as ações, que eventualmente não consiga oferecer no mercado. Conforme observa Valdir de Jesus Lameira, pode-se dizer que a instituição compra a emissão da empresa, antecipando os recursos a ela relativos e somente depois coloca as ações ou debêntures no mercado, à disposição dos interessados.¹¹⁰ Essa, sem dúvida, é a emissão mais segura para as companhias.

Na segunda forma de emissão, chamada de *stand-by underwriting* ou de subscrição residual, a instituição financeira que intermedia as operações coloca as ações ou debêntures no mercado por um determinado período, em que ficam à disposição de terceiros. Caso a totalidade dos títulos não seja vendida, a depender do que restou estabelecido em contrato, a instituição pode garantir a subscrição de uma parte dos títulos que restaram, bem como colocar esses títulos à disposição, para a subscrição pelos próprios acionistas. Há, nessa forma de distribuição, como se denota, uma garantia relativamente menor para as companhias, do que aquela oferecida com o *underwriting* firme.

Por fim, na terceira modalidade de distribuição, conhecida como *best-effort underwriting* ou emissão com melhores esforços, a instituição coordenadora apenas se

¹¹⁰ LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003. p. 92.

compromete a tomar todas as cautelas necessárias para colocar os títulos no mercado. Nessa esteira, se, eventualmente, não conseguir efetuar a negociação de todas ou de parte das ações a serem emitidas, devolve-se à empresa emissora o lote não negociado. Nesta última forma de emissão, como se verifica, não há qualquer garantia por parte da instituição intermediadora.

Definidos, portanto, o aumento de capital (no caso de emissão de ações), o preço e o volume das ações ou debêntures que serão emitidas, o tipo de operação e de garantia e escolhida a instituição ou consórcio de instituições que irão operar o *underwriting*, é necessário que a emissora e a instituição líder por ela contratada, requeiram o registro da operação junto à CVM; que, de acordo com o art. 7º, da Instrução CVM n. 400, deve ser instruído com diversas informações e documentos elencados no Anexo II da respectiva Instrução. Não obstante, nos casos em que a companhia esteja em fase de constituição ou de pré-operação ou, ainda, os recursos a serem captados tenham como destino os investimentos em atividades ainda não desenvolvidas pela emissora, o pedido de registro da oferta pública, de acordo com o art. 32, da Instrução CVM n. 400, também deve vir instruído com estudo de viabilidade econômico-financeira, que, assim como os demais documentos que acompanham o pedido, será submetido a exame da CVM.

Após o protocolo do pedido, a CVM terá 20 (vinte) dias para analisar e se manifestar sobre os documentos e informações que o acompanham, podendo solicitar novos documentos, alterações ou informações que influenciem na decisão acerca concessão do registro. Se a CVM deixar decorrer o prazo sem apresentar qualquer manifestação, o pedido é automaticamente deferido. Nesse sentido, o deferimento do pedido (art. 14, da Instrução CVM n. 400), será comunicado à ofertante e à instituição intermediária e a oferta poderá prosseguir normalmente com a operação. O indeferimento (art. 16, da Instrução CVM n. 400), entretanto, implica no arquivamento da oferta e no encerramento dos esforços da companhia emissora e da instituição intermediadora em prol do lançamento dos papéis no mercado.

Em outro passo, o registro ou determinados requisitos do registro podem ser dispensados pela CVM, desde que observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor. Importa acrescentar, entretanto, que a dispensa depende da apresentação de requerimento próprio, formulado pela ofertante ou pela instituição intermediária (§ 2º, do art. 4º, da Instrução CVM n. 400) e da análise, pela CVM, cumulativa ou isoladamente, de condições especiais, tais como; valor unitário dos títulos ofertados ou o valor total da oferta; o plano de distribuição dos valores mobiliários; se a distribuição se realizará em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores

locais; as características da oferta de permuta; o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados (previstos no § 2º, incs. II a VII, da Instrução CVM n. 400). Ainda sobre o assunto, a recente Instrução CVM n. 482 acrescentou à Instrução CVM n. 400 o art. 6º-A, que autoriza a concessão automática de registro às emissões perpetradas por emissoras com grande exposição no mercado. Basta, para tanto, que seja protocolado um pedido de registro automático junto à CVM, que funcionará para todas as emissões em termos de futuro.

Em sequência ou paralelamente, além do registro da oferta junto à CVM, a companhia emissora deve requerer, também, o registro do *underwriting* nas Bolsas de Valores e nos Mercados de Balcão em que pretende negociar os títulos objeto da operação. Esse registro deve obedecer as exigências de cada uma dessas instituições e aos requisitos e orientações estabelecidos pela Instrução CVM n. 312 de 13 de agosto de 1999¹¹¹, alterada pela Instrução CVM n. 461 de 23 de outubro de 2010; sob pena, assim como estabelece § 1º, do art. 21, da Lei n. 6.385/1976, de não poder efetuar a transação. No caso das debêntures, assim como demonstrado em tópico específico relativo a este título, a companhia pode, também, a seu critério, realizar o registro junto ao SDT e SND, geridos pela CETIP S.A., para facilitar e principalmente conferir maior credibilidade à operação e a toda a negociação.

Logo após a efetivação dos registros, a companhia, por intermédio da instituição contratada, deve organizar a forma como se dará a distribuição das ações ou debêntures emitidas, no mercado de capitais. Casagrande Neto, Lucy Souza e Maria Cecília Rosa afirmam, nesse sentido, que a oferta deve ser feita por um *pool* de instituições financeiras que atuam em conjunto e se organizam em coordenador, líder ou líderes e consorciado ou consorciados. Como coordenadora figura, via de regra, a instituição financeira ou o consórcio intermediador, que tem como função cuidar de toda a documentação, apresentar e divulgar a oferta, organizar o *pool* de instituições envolvidas e liquidar física e financeiramente a operação. Os líderes são instituições ligadas diretamente à coordenadora e têm como função distribuir as ações a serem oferecidas ao público, aos consorciados. Os consorciados, por fim, desempenham a função de varejo, distribuindo os papéis aos tomadores finais.¹¹²

Antes de se realizar a operação, entretanto, a CVM exige que a companhia emissora e a agência intermediária apresentem, na sede e na página da rede mundial de computadores da

¹¹¹ MINISTÉRIO DA FAZENDA. Comissão de Valores Mobiliários. **Legislação e regulamentação:** Instrução CVM n. 312 de 13 de agosto de 1999. Dispõe sobre a admissão à negociação de valores mobiliários em bolsas de valores. Publicada no DOU de 19.08.99. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst312.htm>>. Acesso em: 8 mar. 2010.

¹¹² CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 70-71.

emissora, da ofertante, das instituições intermediárias integrantes do consórcio, da CVM e da Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão, onde os valores mobiliários da emissora estão admitidos à negociação, de um prospecto com os detalhes da emissão (§ 3º do art. 42, da Instrução CVM n. 400). Este prospecto, conforme elenca o art. 39, da Instrução CVM n. 400, deverá necessariamente conter dados e informações sobre: a oferta, os valores mobiliários a serem emitidos e os direitos a eles inerentes, o ofertante, a companhia emissora e sua situação patrimonial econômica e financeira, terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta. O objetivo deste documento é demonstrar todas as informações relativas ao *underwriting*, de forma clara e objetiva, para possibilitar aos investidores a decisão criteriosa a respeito do investimento. O prospecto pode sofrer alterações, desde que autorizadas pela CVM. Porém, o prospecto preliminar deve estar disponível aos investidores pelo menos cinco dias antes do prazo inicial para o recebimento da oferta e o definitivo, se modificar substancialmente o prospecto preliminar ou se não houver prospecto preliminar, deve estar disponível para os investidores pelo menos cinco dias úteis antes do prazo inicial para aceitação da oferta (§ 1º e § 2º, do art. 42, da Instrução CVM n. 400).

Em paralelo à organização da distribuição, a instituição financeira intermediária, para atrair o público investidor e atender as exigências do art. 52, da Instrução CVM n. 400, deve divulgar a realização da oferta, veiculando na imprensa todas as informações relativas aos valores mobiliários que serão emitidos, os prazos para subscrição, pelos interessados e a data prevista para liquidação financeira da operação. É nesse momento que se registra o *disclosure* da companhia, que se consubstancia na divulgação de informações importantes relativas ao balanço financeiro, quadro administrativo, entre outras informações, não divulgadas por empreendimentos que se revestem de diferentes estruturas societárias, marcando um traço característico, exigido em lei, próprio das sociedades anônimas. Ressalte-se, nesse sentido, que a divulgação das informações relativas à companhia e à própria oferta, é importantíssima para a sociedade anônima, pois além de mostrar transparência no processo e na condução das atividades da companhia no processo de abertura de capital, consubstancia-se no principal meio de atração do público investidor para a aquisição dos títulos a serem oferecidos com a operação. Todo o material publicitário, entretanto, somente pode ser publicado se autorizado pela CVM e após a apresentação do Prospecto Preliminar, nos moldes do art. 50, da Instrução CVM n. 400.

Ainda antes da realização da liquidação da operação, as ofertas podem, assim como o autoriza o art. 45, da Instrução CVM n. 400, vir precedidas de reservas para a subscrição ou

aquisição dos papéis emitidos pela companhia. A reserva garante aos investidores a subscrição das ações sobre as quais manifestaram interesse, respeitado, entretanto, eventual rateio, a ser realizado caso seja registrado um maior número de ações objeto de reserva, do que títulos oferecidos pela companhia. Se for necessário o depósito de valores para a realização das reservas, o montante deverá ser depositado em conta bloqueada, em instituição financeira autorizada e ficará sob a responsabilidade da instituição coordenadora. Esses valores, importa acrescentar, quando da liquidação da operação, serão liberados para transferência em favor da companhia e, se houver saldo remanescente, dos respectivos depositantes. Em caso de modificação ou revogação da oferta, entretanto, é resguardada pelo art. 25, da Instrução CVM n. 400, a devolução, aos investidores, dos valores respectivamente depositados.

Superados os procedimentos que precedem a efetiva colocação dos papéis junto aos investidores, a instituição coordenadora e a companhia realizam o “Anúncio de Início de Distribuição Pública” (nos termos do Anexo IV da Instrução CVM n. 400), com a divulgação da data para a liquidação da operação, o montante de ações a serem negociadas e as instituições aptas a negociar os títulos. Nessa esteira, agendada a data para a realização da operação, ocorre a efetiva subscrição e liquidação financeira da oferta. Como bem definem Casagrande Neto, Lucy Souza e Maria Cecília Rosa, a subscrição correspondente ao ato do investidor preencher e assinar os boletins de subscrição, os quais lhes garantem a posse das cautelas correspondentes aos títulos adquiridos.¹¹³ A liquidação, por outro lado, corresponde ao pagamento pelos títulos adquiridos pelos investidores, o que será feito para as diversas instituições que formam o *pool* de distribuição. Nesse passo, a instituição financeira coordenadora, uma vez findo o período disponibilizado para a compra dos títulos, realizará o resgate de todos os valores junto às demais instituições e repassará o montante total para a companhia, deduzidos, entretanto, os valores relativos à sua remuneração e a das demais instituições partícipes.

Após o término da operação, a instituição financeira coordenadora deve realizar a publicação do “anúncio de encerramento de distribuição pública” (nos termos do Anexo V da Instrução CVM n. 400), trazendo a público a quantidade, espécie, classe, forma e preço dos valores mobiliários distribuídos, as instituições financeiras que formaram o *pool* de distribuição, dados finais acerca da colocação dos papéis no mercado de capitais, entre outras

¹¹³ CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 73.

informações de interesse dos investidores e da CVM, nos termos do referido anexo normativo.

A distribuição de ações, entretanto, como se apontou anteriormente, pode ser realizada sem o aumento de capital da companhia, realizando-se tão somente oferta de ações já existentes, pertencentes aos atuais sócios ou acionistas da companhia ou mantidas em tesouraria, no que é chamado de *block-trade*. Como a própria terminologia da expressão sugere, a operação envolve a negociação de um “bloco” ou “lote” de ações da companhia, geralmente de certa magnitude, sendo que “[...] costumeiramente os lançamentos são realizados em bolsa, seguindo os princípios de qualquer leilão, em que parte-se de um preço mínimo preestabelecido, fechando a operação no preço máximo.”¹¹⁴ O procedimento do *block-trade*, entretanto, ainda assim é similar ao de *underwriting*, contando com fases preliminares com as mesmas características, tais como a contratação de instituição financeira especializada para a organização da operação, o registro da oferta perante a CVM, as Bolsas de Valores e os Mercados de Balcão a CVM e a publicação das informações relativas à oferta, quando ocorre o *disclosure*, além dos anúncios de início e, posteriormente, do término da distribuição e do procedimento de subscrição e liquidação financeira.

Todavia, no processo de *block-trade*, não há aumento do capital social da sociedade, pois as ações distribuídas pertencem a um sócio ou grupo de sócios ou ainda, à própria companhia, que as mantém em tesouraria; além do fato de que quem recebe os valores pagos pelos investidores são os titulares das ações oferecidas. Não obstante, como afirmam Casagrande Neto, Lucy Souza e Maria Cecília Rosa¹¹⁵ o contrato com a instituição coordenadora na maioria das vezes é formalizado por garantia firme e na formatação do pool de distribuição, as instituições financeiras distribuidoras (líderes e consorciadas), a depender do que pactuado com a instituição coordenadora, podem se responsabilizar por parte das garantias assumidas com a operação.

Um aspecto interessante da operação de *block-trade* é trazido por Francisco Calvante, Jorge Misumi e Fernando Rudge, que visualizam a possibilidade de sua aplicação como uma estratégia maior de abertura de capital. Nesse sentido, uma empresa pode lançar mão do processo de *block-trade*, dispondo de ações de um sócio ou grupo de sócios, em um primeiro momento, apenas para viabilizar a abertura de capital e o início das negociações de seus papéis na Bolsa de Valores. Desse modo, a companhia torna-se conhecida pelos investidores e

¹¹⁴ CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de capitais: O que é, como funciona**. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 176.

¹¹⁵ CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 75.

tem uma chance muito maior de ganhar credibilidade no mercado de capitais. Posteriormente, como parte da estratégia da empresa, realiza-se o aumento de capital ou o lançamento de outros valores mobiliários no mercado, por meio de um processo de *underwriting*, para, agora sim buscar uma ampla capitalização.¹¹⁶

Realizados, portanto, os procedimentos de *underwriting* ou *block-trade*, com a efetiva colocação dos papéis à disposição dos investidores, pode-se dizer que o processo de abertura de capital chega a seu término. Nesse passo, a empresa, com devida alteração do modelo societário, para o da sociedade anônima e, concomitantemente, com a respectiva distribuição de seus títulos (ações ou debêntures) junto ao mercado de capitais, passa, então, a ser considerada aberta ou de capital aberto.

A companhia, nesse passo, passa a ser administrada de forma diferente, contando com novos e diferentes órgãos administrativos, com a necessidade de publicidade de seus balanços financeiros e de todos os fatos considerados relevantes para os investidores. Além disso, a sociedade anônima aberta também passa a ter títulos negociados no mercado, que, além de representarem um referencial do seu andamento, refletindo sua ascensão ou declínio em termos de futuro, podem, também, ser negociados livremente por seus titulares, nas Bolsas de Valores e Mercados de Balcão. Justamente em função disso, a companhia, agora de capital aberto, passa a ter diferentes obrigações e responsabilidades perante a CVM, o mercado de capitais, os investidores e, principalmente, seus acionistas e debenturistas. Nesse sentido, importa traçar, ainda que de forma geral, as principais obrigações e responsabilidades das companhias e como podem, sob este modelo societário, beneficiar ou prejudicar o cotidiano da empresa.

2.3.2 Efeitos do Processo – Implicações e Benefícios

Uma vez aberto o capital de uma empresa, o cotidiano dos sócios, administradores, fornecedores, enfim todos aqueles ligados diretamente à condução das atividades da sociedade, muda consideravelmente, pois além da alteração da forma de administração, com uma série de novas exigências a serem cumpridas, relativas especialmente à administração, à

¹¹⁶ Assim apontam os autores: “A operação de *block trade* pode fazer parte de uma estratégia maior de abertura de capital de uma empresa. Exemplo: uma empresa planeja que em dois anos necessitará fazer grandes investimentos em expansão, decidindo aumentar seu capital através do lançamento de ações a serem subscritas pelo público. Decide fazer de imediato a abertura de capital através de uma operação de *block trade*, pois assim a empresa ficará conhecida no mercado, podendo na hora de fazer um *underwriting* tradicional conseguir um melhor preço para colocação de suas ações”. CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de capitais: o que é; como funciona**. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 176.

contabilidade e à publicidade, a companhia precisa lidar, também, com o seu papel no mercado de capitais e com os diversos novos acionistas e investidores que aplicaram capital em seus negócios, cuja influência acaba por interferir direta ou indiretamente na condução da administração da sociedade.

Não obstante, a sociedade passa, também, a ter que responder, em diversos momentos e sob diversos aspectos, diretamente à CVM, que, verdadeiramente, figura, como considera Ari Cordeiro Filho, como “outra parte” na dinâmica societária (além dos acionistas, administradores, intermediários)¹¹⁷, a quem precisa prestar contas, informar incontinenti acerca de fatos relevantes e de interesse dos investidores e do mercado de capitais como um todo e até mesmo se submeter a sua atividade sancionadora.

Nesse sentido, há alguns obstáculos a serem transpassados pelas companhias, de modo a se ajustarem às práticas deste modelo societário, que em muito diferem do modo de administração adotado antes da operação de abertura de capital. A esse respeito, destaca-se, como um dos pontos primordiais a serem edificados pelo empreendimento, a formatação dos órgãos administrativos da companhia e o papel dos administradores e dos sócios das companhias, que passam a ter novas obrigações atinentes apenas a este modelo societário. Nessa tessitura, conforme anteriormente apontado, a Lei das S.A. exige, para este modelo societário, a criação de uma estrutura administrativa diferenciada, com Conselho de Administração e Conselho Fiscal, bem como com a realização de Assembleias Gerais. Além da criação e composição desses órgãos, com profissionais qualificados e, preferencialmente, com experiência no mercado de capitais e na condução de companhias, é necessário que a condução da sociedade se volte para o modelo e a forma de administração de uma sociedade anônima.

Como principal aspecto, a esse respeito, no que tange às atividades anônimas, em comparação com os demais modelos societários, destaca-se o papel dos administradores que tomam frente a estes órgãos. A esse título, deve ser realizada a reestruturação da gestão da sociedade, com a eleição de diretores e gestores a se responsabilizarem não só pelo funcionamento da empresa, mas também para o cumprimento e manutenção de atividades e exigências legais atinentes tão somente as sociedade anônimas abertas. Nesse sentido, devem ser criados cargos e distribuídas funções para que se mantenha o regular registro da companhia, bem como o cumprimento de todas as exigências que forem necessárias, junto à CVM, Bolsas de Valores e Mercados de Balcão, onde são negociados os seus ativos.

¹¹⁷ CORDEIRO FILHO, Ari. **Manual de abertura das companhias**. Rio de Janeiro: IBMEC: APEC, 1981. p. 164.

Ainda nessa mesma linha, os administradores da sociedade anônima passam a ter uma responsabilidade ainda maior no que tange à relação com os investidores, pois são os primeiros a conhecer informações relevantes sobre a vida societária da companhia, que, em muitos casos, podem influenciar consideravelmente o modo como os protagonistas do mercado capitais vão agir em termos de futuro. Os administradores, portanto, precisam guardar sigilo de todas essas informações, até que sejam divulgadas como fato relevante nas Bolsas de Valores e jornais de grande circulação, de modo a propiciar o conhecimento das notícias, por todos, de uma só vez.

Revela-se, nesse ponto, outra obrigação decorrente da abertura de capital da empresa. Como também já pontuado, todos os fatos relevantes relativos à vida societária de uma empresa, que, de certa maneira, possam influenciar no modo como os investidores reagem no mercado de capitais, precisa ser divulgado para a CVM e amplamente na mídia, de modo a tornar o fato de conhecimento de todos. Essa obrigatoriedade se revela como algo de difícil aceitação para o administrador não acostumado com a realidade de uma companhia, pois em modelos societários outros, o sigilo muitas vezes até é visto como uma arma contra a concorrência e para proporcionar o sucesso do empreendimento. No entanto, no caso das sociedades anônimas, a publicidade é necessária, para que se promova a transparência da empresa perante o mercado de capitais, o que acaba, inclusive, influenciando positivamente a companhia, no sentido de se atrair um maior número de investidores.

Outro ponto que merece destaque, como consequência da abertura de capital, refere-se ao fato de que, como se mencionou, a empresa passa a ser muito mais transparente, pois a divulgação de seus balanços patrimoniais, dos fatos relevantes e de modo geral das atividades da companhia, passa a ser obrigatória. Essa tarefa pode se revelar de difícil aceitação para os sócios que geriam o empreendimento antes da alteração societária, pois toda a vida financeira, ainda que registrada nos livros empresariais, era então mantida em sigilo e não passava pelo crivo de quem fosse estranho aos interesses da empresa. A partir da mudança do modelo societário, para o das sociedades anônimas, todos os balanços passam a estar disponíveis para qualquer investidor, principalmente àqueles que investem na companhia ou que pretendam investir.

Como se não bastasse, a CVM exige, também, que as demonstrações contábeis sejam obrigatoriamente analisadas por auditores independentes, devidamente registrados naquele órgão. Para tanto, os auditores independentes, O Auditor Independente - Pessoa Física e o Auditor Independente - Pessoa Jurídica, precisam requerer o registro de acordo com o que

dispõe a Instrução CVM n. 308, de 14 de maio de 1999¹¹⁸ e manter esse registro ativo, cumprindo todas as exigências decorrentes desta instrução, além de se submeterem a controles de qualidade interno¹¹⁹ e externo¹²⁰, segundo as diretrizes emanadas do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) e do Instituto Brasileiro de Contadores (IBRACON). Com o propósito de conferir transparência ainda maior para as auditorias, a CVM determina a rotatividade dos auditores independentes, a serem contratados pelas companhias, para que o mesmo auditor, assim como previsto no art. 31, da Instrução CVM n. 308, não preste serviços para a mesma sociedade anônima, por prazo superior a cinco dias consecutivos. Enfim, a CVM busca, com esta normatização, a manutenção de um serviço de qualidade, a ser prestado pelos auditores independentes, de forma a garantir a exatidão das informações a serem prestadas pelas companhias, objetivando dar segurança aos investidores.

¹¹⁸ MINISTÉRIO DA FAZENDA. Comissão de Valores Mobiliários. **Legislação e regulamentação:** Instrução n. 308 de 14 de maio de 1999. Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes, e revoga as Instruções CVM nos. 216, de 29 de junho de 1994, e 275, de 12 de março de 1998. Publicada no DOU de 19.05.99. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=inst\inst308.htm>>. Acesso em: 18 abr. 2011.

¹¹⁹ Assim como estabelece o artigo 32, da Instrução CVM n° 308, o programa de controle interno de auditores independentes é desenvolvido pela administração da própria auditoria e visa o atendimento das diretrizes emanadas pelo CFC e IBRACON. A CVM permite, ainda que este controle interno seja desenvolvido em conjunto com outros auditores independentes ou em convênio com instituição especializada, em vias de garantir a qualidade dos serviços prestados às sociedades anônimas.

¹²⁰ O controle externo de auditores independentes é realizado, conforme dispões o artigo 33, da Instrução CVM n° 308, também em vias de atender as orientações do CFC e do IBRACON, é realizado por outro auditor independente, também registrado na Comissão de Valores Mobiliários e também tem como fim precípua a garantia da qualidade dos serviços de cada auditoria e por fim o bem das companhias e de seus respectivos investidores.

Além da divulgação dos fatos relevantes e dos balanços financeiros da companhia, outro fator que merece atenção, como consequência da abertura de capital, é a necessidade de distribuição de lucros e resultados para todos os acionistas da companhia, inclusive e principalmente para os minoritários e preferenciais. Enquanto em modelos societários outros o lucro da empresa pode ter destinação livre, nas sociedades anônimas abertas, ao menos parte dele deve obrigatoriamente ser distribuído entre os sócios. A esse respeito, o art. 202, da Lei das S.A. é categórico, ao estabelecer que os sócios tenham direito a receber, a cada exercício social, como dividendos obrigatórios, a parcela de lucros estabelecida em estatuto social ou, se este for omissivo, a parcela a ser calculada de acordo com o valor a ser destinado à reserva legal, à reserva de contingência e aos lucros registrados na reserva de lucros a realizar, conforme estabelecem os incisos do referido artigo de lei.¹²¹ Ressalte-se, ainda que, no caso de haver ações preferenciais, seus portadores, como já apontado, possuem prioridade na percepção de lucros, de acordo com o que constar da escritura de emissão dos respectivos títulos.

Ainda sobre os acionistas e investidores da companhia, ressalta-se, também, a necessidade de se propiciar a possibilidade de debate, entre todos, acerca das estratégias empresariais a serem adotadas pela empresa. Esse debate, diferentemente do que ocorre em modelos societários outros, é realizado principalmente por meio das Assembleias Gerais, nas quais se discutem as ideias que conduzirão a vida societária. É importante ressaltar, no que se refere a esta particularidade das sociedades anônimas, que essa participação, de todos os acionistas, ainda que, em alguns casos, seja meramente deliberativa, como no caso dos acionistas preferenciais, por exemplo, que não possuem direito a voto, é fundamental para o regular andamento da sociedade. Isso porque exercita-se a participação democrática de todos os interessados na vida da companhia, direcionando-a para a conjugação de todos os interessados e envolvidos com as suas atividades.

¹²¹ O art. 202, da Lei das S.A. dispõe: “Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas: I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;
II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197);
III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização. [...]”.

Por fim há também, como implicação decorrente da abertura e do próprio procedimento de abertura, todos os custos a serem arcados pela sociedade com a contratação de assessoria, reestruturação administrativa, designação de novos cargos, realização de registros e, de modo geral, de manutenção da sociedade como sociedade anônima aberta. Custos estes, entretanto, que muito embora tenham que ser adiantados pelo caixa da sociedade, principalmente na fase de abertura de capital, possuem grandes perspectivas de retorno após a emissão dos títulos a serem lançados pela companhia no mercado de capitais.

Em síntese, portanto, a empresa que abriu o capital passa por uma reestruturação extremamente significativa, com a assunção de uma série de novas obrigações, das quais também depende o seu sucesso e manutenção de crescimento no mercado, de modo que devem ser edificadas de modo preciso e com responsabilidade, por seus protagonistas. Contudo, além desses deveres a serem perpetrados pela administração, a sociedade de capital aberto, como se apontou, possui diversas vantagens no que se refere ao exercício de sua atividade. Como se demonstrou detalhadamente há várias vias de capitalização do empreendimento, de modo que o lançamento de novas ações ou valores mobiliários no mercado pode viabilizar a realização de novos projetos, a aquisição de novos empreendimentos, aumentando sua área de atuação, sua influência no setor em que atua e, conseqüentemente, seu faturamento e os respectivos lucros. Isso além de, em determinadas situações, servir como um meio de salvar a empresa em situações emergenciais e de dificuldades com seus credores.

Não obstante, a sociedade anônima, também, em razão da publicidade que envolve o mercado de capitais, possuiu uma imagem institucional relativamente positiva em relação a concorrentes revestidos com modelos societários outros, o que acaba por representar boas vantagens em negociações, bem como na conquista de novos mercados, na formalização de parceria e na atração de novos investidores. Além disso, como se demonstrou ao longo deste estudo, a companhia de capital aberto proporciona, em virtude das negociações de papéis no mercado de capitais, alta liquidez a seus investidores, o que é extremamente atrativo no que se refere a investimentos, pois a possibilidade de resgate dos valores aplicados, via de regra, pode ser feito a qualquer tempo, além de, em muitos dos casos, proporcionar lucros maiores que os previstos. Não bastasse o modelo societário, a companhia, ainda, possui uma estrutura estritamente organizada, pautada em uma administração especializada, transparente e fortemente regulada, o que traz uma segurança muito maior para os seus sócios e investidores, para o mercado de capitais, de forma geral, além de seus fornecedores e funcionários.

A credibilidade conferida à empresa de capital aberto, portanto, em razão de todas essas vantagens, a torna um modelo societário único, com características extremamente favoráveis ao crescimento e a edificação de um empreendimento, no meio em que se insere. Desse modo, viável e adequada a sua aplicação no caso de empresas de um setor de exponencial importância para a economia brasileira e em latente crescimento, tal como o setor sucroalcooleiro. Por esse motivo, importante que se aplique, em maior espectro, esse tipo de empreitada em empresas do setor, tal como se defende e se indica com este estudo.

CAPÍTULO 3 FORMAS ORGANIZACIONAIS E INSTRUMENTOS DE CAPITALIZAÇÃO DA ATIVIDADE ECONÔMICA SUCROLACOOLEIRA

O setor sucroalcooleiro pode ser caracterizado por uma acentuada heterogenia no que se refere à estrutura dos empreendimentos que o formam. Isso porque, ao mesmo tempo em que se registram apenas proprietários de terras que as arrendam para a produção do setor e empresas familiares, de pequenas, médias e grandes estruturas, contando, em muitos dos casos, com tecnologias de produção relativamente defasada, verificam-se, também, grandes empreendimentos formados por uma série de processos e fusões e aquisições (traço bastante característico de uma fase do desenvolvimento da estrutura dos empreendimentos do setor), além de outros projetos criados a partir de um ponto zero, como os denominados “*greenfields*”, mantidos por investidores com um grande volume de capital, interessados no sucesso que vem sendo registrado internacionalmente pelos produtos do setor.

Ademais, esses empreendimentos, acompanhando a evolução que tomou o setor sucroalcooleiro, como exposto de forma pormenorizada anteriormente, utilizam-se de diferentes formas para se capitalizar e implementar as mudanças já apontadas. Nesse sentido, como se pretende demonstrar, há a internalização de lucros, pouco utilizada, mas viável para determinados empreendimentos, bem como a busca de capital de terceiros. Nesse ponto, destacam-se a concessão de linhas de créditos por bancos e instituições financeiras, a participação indireta do governo com programas desenvolvidos pelo BNDES e BNDESpar, os investimentos estrangeiros, diretos e viabilizados por meio de *venture capital* ou *private equity* e, por fim, o método de capitalização utilizado pelas companhias de capital aberto, por meio do mercado de capitais, cuja funcionalidade e viabilidade para o setor são defendidas por meio deste estudo.

Nesse sentido, como fundamento para que se demonstrem as vantagens da abertura de capital, necessário sejam traçadas algumas características relativas a essa estrutura dos diferentes agentes econômicos que atuam no setor sucroalcooleiro. Nessa linha, importante que se demonstre, de modo geral, como se dividem os empreendimentos que o formam, bem como as estruturas societárias de que, respectivamente, se revestem. Em sequência, importante que se aponte cada uma das principais formas de capitalização atualmente utilizadas por esses diferentes agentes, bem como, de modo geral, as vantagens e desvantagens que se destacam a partir de cada uma dessas formas de capitalização. Assim, posteriormente, será possível analisar as dificuldades para que a abertura de capital seja

implantada nas empresas do setor e os benefícios dela decorrentes, que se ligam diretamente ao setor sucroalcooleiro.

3.1 Caracterização dos Agentes Econômicos do Setor Sucroalcooleiro

Como se apontou, são diversos os agentes que atuam em prol da produção e comercialização dos derivados da cana-de-açúcar. Dessa forma, para que se demonstre a viabilidade da abertura de capital em empreendimentos do setor, importante que se caracterize, de modo geral, quais são esses diferentes agentes, para que, então, demonstre-se como, respectivamente, organizam-se jurídica e economicamente.

Entre os diversos agentes econômicos do setor sucroalcooleiro, registram-se, por primeiro, apenas como instrumento de viabilização da produção, os proprietários (grupos familiares ou ainda pequenos e médios empresários) de grandes extensões territoriais viáveis para o plantio da cana-de-açúcar. Essas terras, geralmente, provenientes de heranças ou até de antigos empreendimentos rurais desativados, tornam-se parte da estrutura do setor sucroalcooleiro, por meio de contratos de arrendamento, como lavoura da cana-de-açúcar. Geralmente envolvem, de um lado do instrumento contratual, famílias proprietárias que não se revestem de estrutura jurídica societária alguma, para a realização da contratação e figuram como pessoas físicas na relação contratual. Do outro lado, figuram as usinas processadoras, que podem apresentar estrutura de pequena ou média envergadura ou pertencer a um grupo empresarial que se responsabiliza por uma produção em larga escala que, geralmente, buscam esse tipo de contrato de arrendamento justamente para aumentar a produção, sem precisar adquirir novas terras.

Os arrendamentos funcionam como contratos de aluguel e são muito comuns em regiões que contam com boas condições de solo e clima para o cultivo da cana-de-açúcar e, geralmente, como aponta Pedroso Júnior “[...] sua duração mínima é equivalente aos anos necessários para completar o ciclo do corte da cana, ou seja, 5 anos, tendo a possibilidade de prorrogação por mais 1 caso seja viável o sexto corte de cana.”¹²² A funcionalidade desta espécie contratual se mostra deveras importante para a atividade sucroalcooleira. A uma, porque propicia o aumento do cultivo da matéria-prima necessária para a produção de açúcar e álcool e, a outra, porque conjuga os interesses do empreendimento de maior porte, detentor

¹²² PEDROSO JUNIOR, Roberto. **Arranjos institucionais na agricultura brasileira: um estudo sobre o uso de contratos no sistema agroindustrial sucroalcooleiro da região centro-sul**. 2008. 173f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. p. 101.

das técnicas, da experiência e do maquinário para a produção e que, além disso, precisa de espaço para o cultivo da cana-de-açúcar, com o do proprietário de terras, que não possui a experiência e o capital e, em muitos dos casos, tampouco o interesse para produzir.

Como participantes mais ativos da estrutura produtiva do setor, como seus verdadeiros protagonistas, registram-se, inicialmente, os pequenos empresários individuais e os empreendimentos familiares. Esses empreendimentos, na maioria das vezes, especializam-se tão somente na produção da cana-de-açúcar bruta e subsistem da comercialização desta matéria-prima, vendendo a produção para usinas situadas próximas à região na qual se estabelecem. Ademais, a estrutura desses pequenos produtores se baseia, via de regra, na tradição da cultura passada de pai para filho, de geração em geração e, apesar de contar com um menor potencial corporativo e tecnológico, tem o seu espaço garantido na ambiência econômica do setor.

Em sede de um potencial um pouco mais acentuado na estrutura do setor, porém ainda modesto, em relação aos grandes complexos que vem se formando nos últimos anos, registram-se os empreendimentos de médio porte. Em geral, esses empreendimentos dedicam-se: (i) tão somente ao plantio e colheita de cana-de-açúcar em terras próprias ou arrendadas, em verdadeiros latifúndios agrícolas ou, ainda, (ii) exclusivamente ao processamento da cana-de-açúcar, em usinas de média envergadura.

Os primeiros latifúndios agrícolas (i), buscam abastecer as mais diversas usinas da região na qual estão inseridos, de modo a promover, em vias de crescimento e desenvolvimento, o investimento em técnicas agrícolas de otimização da produção. As usinas (ii), por sua vez, revezam-se de acordo com o seu grau de desenvolvimento na produção de açúcar, álcool anidro (misturado à gasolina), etanol ou, ainda, cachaça e derivados; tudo de acordo com as variáveis de mercado, que, por vezes, altera a destinação da matéria prima que chega a esses empreendimentos para o processamento. Esses empreendimentos de médio porte promovem uma interação regional, de modo a viabilizar a produção de açúcar e álcool, formalizando contratos, como já apontado, de compra e venda, à vista, da cana-de-açúcar, com e sem corte, carregamento e transporte, além de realizar parcerias e arrendamentos.

Importante observar, a este respeito, que esses empreendimentos são o principal alvo das grandes empresas quando da exteriorização do intento de aumentarem seus domínios por meio de fusões e aquisições. Por já deterem espaço, material, pessoal e técnica para a produção de cana-de-açúcar ou derivados, esses empreendimentos têm sido constantemente, nos últimos anos, agregados a outros, de modo a potencializar o poderio e o controle de regiões e culturas, na produção de cana-de-açúcar e derivados. Esse verdadeiro fenômeno –

fusões e aquisições entre grandes e médias empresas –, é apenas uma das consequências da tendência anteriormente retratada, relacionada diretamente com a grande ascensão do setor, registrada nos últimos anos. Em síntese, os empreendimentos de grande porte, abordados em sequência, seguindo uma consequência do mercado, de crescimento e desenvolvimento, optam por um atalho nesta empreitada, ou seja, no aproveitamento do que já foi desenvolvido pelos médios produtores.

Há, ainda, os grandes complexos agroindustriais do setor, que, por sua vez, são formados por empreendimentos voltados à produção e exportação de açúcar e álcool em escalas vultosas. A grande maioria desses complexos detém, eles próprios, os latifúndios produtores da cana-de-açúcar bruta, além de outras diversas terras arrendadas para este mesmo fim e as usinas processadoras de açúcar e álcool espalhadas por várias regiões do país, além das indústrias voltadas para a agregação de valores aos produtos, laboratórios de investimento em tecnologia e escritórios de gestão e tomada de decisões. Esses complexos se formam principalmente da fusão entre empreendimentos estrangeiros de grande vulto, com outros, brasileiros, com considerável tamanho e capacidade produtiva. São caracterizados por gestão especializada, alto investimento em tecnologia produtiva e agregação de valor aos produtos e formulação de estratégias de acordo com as tendências de mercado.

Entretanto, a formação de potências agroindustriais não está restrita somente à convergência de interesses e formalização de negócios de fusão e aquisição em vias de aumentar o potencial das empresas do setor. Esses negócios vultosos também se formam por meio da iniciativa de grupos de investimento, que canalizam o capital em projetos novos, criados a partir de um marco zero. São os denominados projetos “*greenfield*”, que, sem qualquer estrutura previamente montada ou aproveitamento de empreendimentos que já promovem a produção e moagem da cana-de-açúcar, traçam metas para a criação de novas potências no setor. Esses tipos de projetos reúnem capital de diversos fundos, contratam especialistas em gestão na área em que pretendem atuar, traçam detalhadamente as linhas do que será edificado e iniciam, sob a promessa de cumprimento ético de valores e desenvoltura de sustentabilidade, a construção do que foi idealizado. Agem assim, além de buscar mercado para o escoamento de tudo o que se pretende produzir. Apesar dos projetos *greenfield* terem sido objeto de maior popularidade entre os investidores em um momento anterior à crise econômica enfrentada em âmbito mundial, no ano de 2009, atualmente ainda há movimentações bastante ousadas para a sua implementação.

Enfim, o que se verifica da análise superficial dos atores do setor sucroenergético é que, assim como mencionado, os empreendimentos que o compõem lançam mão de um nível

bastante variado de tamanhos e de formas estruturais. Além disso, como se demonstrou, são partícipes de elevado número de formalizações de alianças entre empresas, grupos e complexos empresariais, de modo a buscar, a todo o tempo, moldar-se à estatura e forma delineada pelos agentes econômicos internacionais, em uma corrida pelas maiores e melhores fatias do mercado.

Nessa conjuntura, é necessário ressaltar que todos os agentes do setor acima apontados, quais sejam, os empreendimentos de pequeno porte, voltados tão somente ao arrendamento de terras para outras empresas ou exclusivamente para a produção de cana-de-açúcar, os empreendimentos de médio porte, com extensões de terra relativamente grandes ou com usinas próprias, responsáveis por produções de considerável importância para uma determinada região ou, ainda, os grandes complexos industriais, com pontos de produção em diversas áreas e acentuada importância internacional, revestem-se de estruturas jurídicas societárias diversas.

Enquanto há agentes do setor que atuam como pessoas físicas ou sob o regime jurídico do empresário rural ou da empresa individual, como os proprietários de terras arrendadas para a produção ou aqueles que amparam suas atividades na estrutura familiar, há empresas, geral e diretamente ligadas à produção em maior escala, que assumem modelos societários diversos. Nesse sentido, sejam eles voltados ao cultivo de matéria-prima, ao transporte da cana bruta ou dos derivados ou, ainda, responsáveis pelo processamento da cana-de-açúcar, esses empreendimentos podem se revestir do modelo societário das sociedades limitadas ou das sociedades anônimas fechadas (ou abertas, em um número ainda relativamente reduzido, nada obstante as benesses que a abertura de capital pode proporcionar, como vem sendo demonstrado por meio deste estudo), além daquelas que se organizam em cooperativas ou se revestem de modelos societários outros, previstos na legislação brasileira, porém atualmente em desuso. Ao tratar sobre as empresas do agronegócio, Buranello destaca exatamente a utilização recorrente da sociedade limitada, anônima ou cooperativas por empreendimentos agrários.¹²³

Esses empreendimentos podem, ainda, organizar-se para atuar em conjunto, por meio de parcerias, de modo a conservar, cada qual, suas respectivas individualidades, com a

¹²³ A esse respeito Buranello afirma: “[...] As empresas agrárias são consideradas pela lei brasileira como de diversos tipos de sociedades, entre as quais as sociedades limitada, anônima ou cooperativa, as mais utilizadas no desenvolvimento das atividades de produção, armazenamento, distribuição e comercialização. Apesar de pouco utilizadas em comparação com os demais tipos de sociedades, a sociedade em conta de participação e a sociedade de propósito específico são razoavelmente conhecidas e utilizadas em negócios agrários, principalmente quando sua constituição tem por objeto a realização de projeto de curto e médio prazo”. BURANELLO, Renato M. **Sistema privado de financiamento do agronegócio**. Regime jurídico. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 157-158.

formalização, por exemplo, de contratos de *joint ventures* ou, ainda, em uma efetiva confusão de seus quadros societários, com a formação de grupos empresariais ou complexos agroindustriais, em operações como fusões e aquisições, sendo geridos por *holdings* ou grupos especializados em gestão administrativa e financeira. Nessa conjuntura se revela a possibilidade de abertura de capital do empreendimento, visto que bastante interessante e de considerável viabilidade para esses grupos empresariais, que vêm se estruturando de forma a buscar o constante, produtivo e agressivo crescimento, nos meandros do setor sucroalcooleiro.

Nessa esteira, importa traçar algumas considerações acerca das principais formatações jurídicas adotada pelos empreendimentos do setor, para que se demonstrem, em sequência, os diversos meios de capitalização dessas empresas. Necessário destacar, entretanto, que o setor sucroalcooleiro, como já se apontou, é tão antigo quando a formação do Brasil como Estado Nacional, de modo que há empreendimentos que se moldaram sobre estruturas sociais diversas e de difícil acesso. Desse modo, o objetivo desta pesquisa não é o de esgotar detidamente as formas de organização do setor sucroalcooleiro, porém, demonstrar, em linhas gerais, os principais regimes jurídicos adotados atualmente pelos agentes deste setor, na prática mercantil.

3.1.1 Empresários Rurais e Individuais e Famílias

Como primeiros agentes do setor cujas características são interessantes para este estudo, seguindo a sequência de importância e tamanho estrutural dos diferentes empreendimentos, figuram os empresários rurais, os empresários individuais e as famílias que desenvolvem a atividade econômica de cunho rural.

Ao tratar das espécies de empresário, Ricardo Negrão, no que se refere à forma como se organiza a atividade empresarial, explica que “[...] os empresários podem ser classificados em individuais e coletivos, sendo os primeiros os que exercem sua atividade debaixo de uma firma individual e os coletivos os que a praticam por meio de uma sociedade empresária.”¹²⁴ Não obstante, Negrão acrescenta que o Código Civil criou ainda, outras duas figuras para o exercício da atividade empresarial, que aponta como “o empresário rural e o pequeno empresário.”¹²⁵ Seguindo essa linha de raciocínio, os empresários ou seja, aqueles que desenvolvem, de forma organizada, profissionalmente e para fins econômicos, a atividade

¹²⁴ NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial e de empresa**: teoria geral da empresa e direito societário. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 71.

¹²⁵ Ibid., p. 71.

rural, podem se revestir de outro modelo organizacional, diverso do empresário individual e das sociedades empresárias.

Essa diferenciação decorre dos benefícios concedidos pelo Código Civil exclusivamente a esta espécie empresarial. Nesse sentido, especificamente no caso da atividade rural, conforme dispõe o art. 970, do Código Civil¹²⁶, o empresário foi agraciado com um tratamento favorecido, diferenciado e simplificado, quanto a inscrição e aos efeitos daí decorrentes. Nessa mesma linha, portanto, conforme dispõe art. 971, do mesmo diploma legal¹²⁷, o empresário rural, diferentemente dos demais, possui a faculdade de se registrar ou não, Registro Público de Empresas Mercantis da respectiva sede; ressalvando-se, entretanto, que, uma vez realizado o registro, o tratamento conferido ao empreendimento passa a ser o mesmo daquele sujeito obrigatoriamente a esta formalidade. Pode-se concluir, nesse sentido, que, na atividade rural, assim como no caso do cultivo da cana-de-açúcar, existem empresários rurais sem qualquer registro, empresários individuais devidamente registrados por opção de seus agentes, bem como as sociedades empresárias, cujas características serão apontadas em tópicos subsequentes.

Importa acrescentar que recentemente foi aprovada e sancionada a Lei n. 12.441, de 11 de julho de 2011¹²⁸, que altera o Código Civil, para permitir a constituição de empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI). Essa alteração legislativa, almejada há muito tempo por diversos estudiosos do assunto, traz a possibilidade de que patrimônio pessoal do empresário não seja atingido para suportar os efeitos de uma eventual falência ou execução civil contra a empresa individual. Antes da edição desta lei, sustentavam-se no ordenamento jurídico nacional, conforme pontua Luiz Antônio Soares Hentz, dois regimes diametralmente opostos.¹²⁹ Nessa linha, como explica o autor, enquanto o sócio de uma sociedade limitada (praticamente as existentes e operantes), não era atingido por restrições nem respondia com seus bens pela falência da sociedade empresária, o empresário individual

¹²⁶ O art. 970, do Código Civil estabelece: “Art. 970. A lei assegura tratamento favorecido, diferenciado e simplificado ao empresário rural e ao pequeno empresário, quanto à inscrição e aos efeitos daí decorrentes”. BRASIL. Código Civil. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 10 jan. 2002. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 15 dez. 2010.

¹²⁷ O art. 971, do Código Civil estabelece: “Art. 971. O empresário cuja atividade rural constitua sua principal profissão, pode, observadas as formalidades de que tratam o art. 968 e seus parágrafos, requerer inscrição no Registro Público de Empresas Mercantis da respectiva sede, caso em que, depois de inscrito, ficará equiparado, para todos os efeitos ao empresário sujeito a registro”. Ibid., on-line.

¹²⁸ BRASIL. Lei n. 12.441, de 11 de julho de 2011. Altera a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), para permitir a constituição de empresa individual de responsabilidade limitada. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 12 jul. 2011. Seção 1, p. 1. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12441.htm#art3>. Acesso em: 30 jul. 2011.

¹²⁹ HENTZ, Luiz Antônio Soares. Proteção do patrimônio pessoal do empresário singular: uma interpretação necessária. **Revista de Estudos Jurídicos da UNESP**, Franca, v.14, n. 19, p. 109-120, jan./jun. 2010.

se sujeitava à perda do poder de administração e disposição de todo o seu patrimônio, recaindo sobre ele a arrecadação dos bens na falência e penhora nas execuções individuais.¹³⁰

Com a alteração legislativa, portanto, o legislador aproximou os dois regimes, de modo a estender ao empresário individual a autonomia patrimonial visualizada nas sociedades limitadas e nas sociedades anônimas. As mudanças práticas relativas à criação das empresas individuais de responsabilidade limitada ainda estão em fase embrionária, motivo pelo qual, não há, por enquanto, empresários do setor sucroalcooleiros estruturados sob este regime jurídico. No entanto, tanto no que se refere a este setor, como em outras diversas áreas da economia nacional, haverá por certo, em termos de futuro, a maciça aplicação desta nova modalidade de pessoa jurídica empresária.

Na prática do setor sucroalcooleiro, registram-se, nesse sentido, por primeiro, os empresários rurais, cuja atividade geralmente é voltada para o cultivo da cana-de-açúcar e comercialização da matéria prima bruta para a produção do açúcar do álcool e do etanol, mas que permanecem, com a devida autorização da legislação, sem nenhum registro junto ao órgão competente da região territorial onde se estabelecem. Pode-se afirmar que os empresários rurais possuem, na maior parte das vezes os empreendimentos mais arcaicos do setor, pois, se não possuem sequer registro junto aos órgãos governamentais, suas respectivas estruturas, por consequência, apresentam comparável defasagem. Em muitos casos, inclusive, esses empreendimentos se concentram na produção de várias culturas voltadas à subsistência de uma família ou comunidade e a cana-de-açúcar, não raras vezes, é cultivada tão somente no intuito de complementar a renda desses empreendedores.

Registram-se, em sequência, os empresários individuais, que, diferentemente dos empresários rurais, optam pela realização do registro a eles facultado pelo art. 971, do Código Civil e que, do mesmo modo, atuam no cultivo e comercialização da cana-de-açúcar; isso, é certo, além de assim se registrarem, com o propósito de promover a administração, como já se apontou, de terras destinadas ao plantio por outros empreendimentos, através da formalização de contratos de arrendamento de suas terras. Esses empresários, muito embora possuam registro nos órgãos governamentais, pela própria natureza da espécie societária de que se revestem, formam, via de regra, assim como os empresários rurais, empreendimentos de pequena estrutura. Desse modo, além de se estabelecerem em extensões territoriais relativamente menores e explorarem apenas a atividade mais simplificada do setor, qual seja, o plantio e colheita da cana de açúcar, em sua maioria, contam com características e métodos

¹³⁰ HENTZ, Luiz Antônio Soares. Proteção do patrimônio pessoal do empresário singular: uma interpretação necessária. **Revista de Estudos Jurídicos da UNESP**, Franca, v.14, n. 19, p. 109-120, jan./jun. 2010. p. 102.

de produção relativamente mais defasados. Destoam, portanto, do que se registra em sede dos grandes empreendimentos do setor, que buscam tecnologia de ponta e investem diretamente no aprimoramento das técnicas de produção e no desenvolvimento de outros métodos de cultivo, produção, transporte e agregação de valor aos produtos.

Tanto os empresários rurais, quanto os individuais, podem representar outra formatação estrutural que merece destaque próprio na atividade sucroalcooleira: as empresas familiares. Conforme destaca Paulo Roberto Colombo Arnoldi, “[...] tem-se um tipo de empresa familiar quando o titular do estabelecimento desenvolve sua atividade com o concurso de seus familiares. Essa situação é muito encontrada no meio rural e nas pequenas empresas.”¹³¹ No seio da atividade de menor porte, portanto, esses empreendimentos, valem-se do aparato fornecido por seus parentes no exercício de sua atividade empresarial rural e são muito comuns nos diversos setores agroindustriais.

Geralmente são empresas menos profissionais e mais caseiras, no sentido familiar, formadas por iniciativa de um chefe de família, que, ao reconhecer uma oportunidade de negócios, desenvolve um empreendimento nessa área de atividade, geralmente de pequena estrutura e busca firmá-la no mercado. Com o passar dos anos, nesse sentido, em se verificando o sucesso desse empreendimento e em virtude da necessidade de aumentar o quadro de funcionários e até mesmo de gestores do negócio, o empreendedor busca agentes dentro de seu próprio círculo social, considerando, para a contratação, assim como observa Maria José de Oliveira Lima, critérios subjetivos de competência, priorizando valores como a lealdade e a confiança.¹³² Desse modo, acaba por recorrer aos seus próprios parentes, de modo a concentrar o controle e o exercício de sua atividade econômica, sob o domínio da entidade familiar a que pertence.

Uma vez que não há previsão legal de uma figura jurídica própria para os empreendimentos familiares, os titulares dessas iniciativas podem optar tanto por revestir a atividade da estrutura jurídica da empresa rural ou seja, sem a formalização de um registro na Junta Comercial da região onde se instala, como da empresa individual, que, via de regra, acaba por ser registrada em nome de seu idealizador. Não obstante, verifica-se, também, em sede de empreendimentos relativamente maiores e mais desenvolvidos, assim como pontua

¹³¹ ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo. **Teoria geral do direito comercial**: introdução à teoria da empresa. São Paulo: Saraiva, 1998. p. 163.

¹³² LIMA, Maria José de Oliveira. **As empresas familiares da cidade de Franca**: um estudo sob a visão do serviço social. 2007. 200 f. Dissertação (Mestrado em Serviço Social) – Faculdade de História, Direito e Serviço Social, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, 2007. p. 71.

Colombo, empresas familiares revestidas dos modelos das sociedades empresarias¹³³, cujas características serão apontadas em tópicos subsequentes.

A formação de empresas familiares é muito comum na prática rural, visto que, além do contato do empreendimento com o meio urbano, em que há uma pluralidade de profissionais disponíveis, para compor o quadro de funcionários e gestores de empreendimentos, ser muito menor, o que diminui as possibilidades de escolha e de contratação por parte do empresário, os membros da família podem oferecer maior confiança e comprometimento com o trabalho desenvolvido, além da possibilidade de residirem, via de regra, na sede da empresa, facilitando a administração e o desenvolvimento do empreendimento. Na agricultura familiar há de se destacar, entretanto, que os empreendimentos então formados podem, também, assumir diferentes tamanhos e estruturas. Há, nesse sentido, por um lado, unidades produtivas voltadas apenas para a subsistência familiar e, por outro, empresas cujas estruturas foram aumentando ao longo dos anos, de modo a ganhar importância e a registrar acentuados níveis de crescimento.

A esse respeito, nos empreendimentos de menor porte, em muitos dos casos, a produção de cana-de-açúcar serve unicamente como forma de aumentar a renda da família, que, além deste cultivo, também produz outras culturas necessárias à subsistência da família que ali se reúne, como milho, feijão e café. Nesses empreendimentos, assim como observam Miguel Ângelo Perondi, Rodrigo Moura Neves, Norma Kiyota em estudo voltado à agroindústria familiar da cana-de-açúcar, vigora a necessidade de sobrevivência da família, que produz, decide e gere o negócio, observando as necessidades do mercado e, concomitantemente, os seus próprios anseios.¹³⁴

Por outro lado, como se apontou, registram-se, também, unidades produtivas que contam com usinas processadoras e com maiores estruturas. Geralmente, entretanto, apenas o controle desses empreendimentos está nas mãos das entidades familiares e, em decorrência do crescimento que tomou o setor, registra-se, por conseqüência, a formalização de parcerias, a

¹³³ Arnoldi aponta: “O número de empresas familiares sob a veste societária é muito grande, a maioria sob a forma de sociedades por quotas de responsabilidade limitada [...]”. ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo. **Teoria geral do direito comercial**: introdução à teoria da empresa. São Paulo: Saraiva, 1998. p. 163.

¹³⁴ Os autores afirmam a esse respeito: “Na agricultura familiar a unidade de produção é também de consumo, dessa forma, as decisões no interior da agricultura familiar são movidas por lógicas, diferentes e complementares: uma voltada ao mercado, outra para as necessidades da família. Portanto as dimensões de produção e reprodução balizam todo o arranjo existente de divisão do trabalho e da estrutura organizacional”. PERONDI, Miguel Ângelo; NEVES, Rodrigo Moura; KIYOTA, Norma. A gestão na agroindústria familiar de cana-de-açúcar. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL: Competitividade & Globalização: Impactos regionais e locais, 39., 2001, Recife. **Anais....** Recife: SOBER, 2001. v. 1. Disponível em: <http://www.gp.usp.br/files/denru_gestagro.pdf> Acesso em: 23 maio 2011..

realização de fusões e aquisições, bem como a formação de grupos empresarias com empreendimentos outros, conforme também será demonstrado nos tópicos subsequentes.

3.1.2 Cooperativas

Como se demonstrou, há diferentes agentes da atividade econômica que movem o setor sucroalcooleiro, que contam com estrutura de pequeno porte, tal como as famílias empresárias, os empresários rurais e os empresários individuais. De maneira geral, esses empreendedores, se não vivem exclusivamente do cultivo da cana-de-açúcar, ao menos se valem de sua produção, ainda que em pequena escala, para aumentarem suas respectivas rendas familiares. Ocorre que, para negociarem diretamente com as usinas processadoras dos derivados da cana-de-açúcar, esses produtores, muitas vezes, enfrentam grandes dificuldades. Por um lado, não possuem volumes de produção significativamente elevados para atenderem a demanda dessas unidades de produção – o que pesa na concorrência com produtores de maior porte, pois obrigam as usinas, que com elas negociam, a formalizarem muitos contratos, com diversos produtores distintos, em vias de preencherem seus estoques. Por outro, não possuem técnicas de escoamento, tampouco meios para a realização do transporte adequado do resultado da produção.

Desse modo, a união de diferentes produtores pode significar um ponto extremamente positivo no crescimento e no desenvolvimento de cada um dos empreendedores do setor, bem como de toda a região em que se inserem, no sentido de se implementar a produção da matéria-prima demandada pelas usinas processadoras. Nessa conjuntura, sobrevém a possibilidade de aplicação da estrutura organizacional das cooperativas, como forma de propiciar a conjugação dos interesses de diversos agricultores de menor porte, trazendo a possibilidade de atuarem em conjunto, facilitando a comercialização do resultado da produção, bem como aplicando políticas de implementação e desenvolvimento de todos os envolvidos.

As cooperativas representam, nesse sentido, verdadeiras associações entre diferentes produtores de um mesmo setor ou ramo de atividades, que, além de propiciarem o contato de cada cooperado, de forma conjunta, com as unidades que absorverão sua produção, ainda viabilizam a prática de diversas medidas em benefício de todos os envolvidos. No caso da atividade rural, esse tipo de organização é ainda mais funcional, pois, assim como observa

Antônio Carlos dos Santos, estabelece verdadeira ligação entre a atividade rural com a urbano-industrial.¹³⁵

Nessa conjuntura, portanto, os produtores se unem e passam a atuar em benefício de todos os cooperados, como se fossem todos de uma mesma unidade empresarial. A cooperativa, desse modo, traça objetivos e caminha de forma a buscar a conjugação do interesse comum. No que se refere a esses objetivos, Santos afirma que a cooperativa funciona como uma sociedade de diversas empresas, que se “*projeta no futuro, alicerçada no desejo, aspiração e necessidade de seus sócios*” e que “[...] evolui, não em função apenas do fator de mercado e do resultado, mas sim, e principalmente, em função de sua própria sociedade.”¹³⁶

Na esfera jurídica, como ilustra Jorge Manuel Coutinho de Abreu, é característico das cooperativas serem simultaneamente associações e empresas. Representam, nessa senda, não agrupamentos impessoais de capital, mas sim associações democráticas de pessoas. Logo, pelo menos em tese (considerando-se a realidade prática capitalista), as cooperativas seriam criadas e geridas com o propósito central de atender as necessidades dos cooperados, como uma empresa de serviços e não com o fito de buscar aferir lucro e, por consequência, dividi-lo entre seus respectivos cooperados.¹³⁷

Na esfera jurídica, as cooperativas, distintas das demais sociedades empresárias, conforme estabelece o art. 4º, da Lei n. 5.764, de 16 de dezembro de 1971¹³⁸, são consideradas sociedades de pessoas, com forma e natureza jurídica próprias, não sujeitas à falência e constituídas para prestar serviços aos seus respectivos associados. Por outro lado, o parágrafo único, do art. 982, do Código Civil, categoricamente, estabelece que as cooperativas são sociedades simples. Como se não bastasse, as cooperativas podem buscar a lucratividade e assim apresentarem traços característicos da atividade mercantil. Sintetizando a questão, Hentz afirma que, muito embora, por força do art. 982, do Código Civil, o registro das

¹³⁵ Sobre o assunto, o Autor ainda afirma: “As sociedades cooperativas têm um papel destacado na centralização do capital, principalmente no setor agrícola, e, ao realizarem diversas atividades, elas representam o elo de interação entre o sistema e o processo de desenvolvimento urbano-industrial. A comercialização de safra exige classificação e padronização do produto, o que é factível em grande escala de operação. Grandes cooperativas possuem estruturas complexas de armazenagem, manipulando grandes volumes de produção”. SANTOS, Antônio Carlos dos. **Estrutura organizacional no agribusiness cooperativo: o caso das cooperativas de leite no estado de Minas Gerais**. 2000. 196 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000. p. 44.

¹³⁶ *Ibid.*, p. 48.

¹³⁷ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. **Da empresarialidade: as empresas no direito**. Coimbra: Almedina, 1996. p. 164-188.

¹³⁸ BRASIL. Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971. Define a Política Nacional de Cooperativismo, institui o regime jurídico das sociedades cooperativas, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 16 dez. 1971. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L5764.htm>. Acesso em: 24 mai. 2011.

cooperativas seja civil e sua atividade não empresarial, nada impede que “[...] para atingir seus fins, possa vir a exercer atividade empresarial própria do empresário mercantil.”¹³⁹

As cooperativas são reguladas pela Lei n. 5.764/1971 e pelos arts. 1.093 e seguintes do Código Civil, que dispõe sobre sua constituição, funcionamento, registro e administração, além de encartar seus principais direitos e obrigações. São constituídas por meio de Assembleia Geral dos fundadores e admitem como associados todos os interessados a utilizar os serviços prestados pela sociedade, que adiram aos propósitos sociais e preenchem as condições estabelecidas no estatuto. Para a sua constituição é necessária aprovação do ato constitutivo, que é submetido pelos fundadores ao órgão executivo federal de controle, no Distrito Federal, Estados ou Territórios ou ao órgão local para isso credenciado, que deverá decidir sobre a aprovação da constituição da cooperativa, no prazo de sessenta dias, assim como estabelecem os arts. 17 e 18 da Lei n. 5.764/1971. Transcorrido o prazo para aprovação, se deferido ou inerte o órgão, a cooperativa pode realizar o seu registro na Junta Comercial relativa à sua circunscrição territorial, de modo que após a respectiva publicação, adquire personalidade jurídica e passa a operar de acordo com objetivos traçados por seus fundadores.

Importa observar, no que atine aos interesses deste estudo, que, no caso das cooperativas, com atividades rurais, como é o caso dos empreendimentos do setor sucroalcooleiro, resta também permitido na legislação o ingresso de pessoas jurídicas que pratiquem as mesmas atividades econômicas das pessoas físicas associadas, conforme estabelece o § 2º, do art. 29, da Lei n. 5.764/1971.¹⁴⁰ Essa autorização legal torna possível, nesse sentido, a cooperação por meio desta modalidade empresarial, entre pessoas físicas produtoras de cana-de-açúcar ou com atividades afetas ao setor sucroalcooleiro, com empresas familiares, empresas rurais e empresas individuais, discriminadas em tópico anterior.

No setor sucroalcooleiro, as cooperativas se organizam em torno de regiões em que se desenvolve o cultivo da cana de açúcar, quando, ao buscarem a conjugação do interesse de seus cooperados, aplicam medidas propícias a facilitar a comercialização e o escoamento da produção de todos os envolvidos, estabelecendo verdadeira comunicação entre o campo e as

¹³⁹ HENTZ, Luiz Antônio Soares. **Direito de empresa no Código Civil de 2001**: teoria geral do novo direito comercial: lei 10.406, de 10.1.2002. 3. ed. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005. p. 152-153.

¹⁴⁰ O art. 29 da Lei 5.764/1971 dispõe: “Art. 29. O ingresso nas cooperativas é livre a todos que desejarem utilizar os serviços prestados pela sociedade, desde que adiram aos propósitos sociais e preenchem as condições estabelecidas no estatuto, ressalvado o disposto no artigo 4º, item I, desta Lei.

[...]

§ 2º Poderão ingressar nas cooperativas de pesca e nas constituídas por produtores rurais ou extrativistas, as pessoas jurídicas que pratiquem as mesmas atividades econômicas das pessoas físicas associadas”. BRASIL. op. cit., 1971, on-line.

usinas processadoras. Além disso, as cooperativas buscam melhorar a ambiência da comunidade produtora, introduzir a tecnologia necessária para o aumento e otimização da produção, incentivar e profissionalizar os produtores e até mesmo promover políticas voltadas a agregar valor ao produto, aumentando a lucratividade dos cooperados. A esse respeito, Santos ressalta alguns desses objetivos das cooperativas, ao sedimentar que as sociedades cooperativas, além de possuírem o que chama de “função estratégica” para induzir mudanças tecnológicas e melhorar a estrutura de distribuição, também têm promovido “[...] a dinamização dos mercados consumidores e, portanto, do alargamento das possibilidades de colocação do produto primário.”¹⁴¹

No âmbito do setor sucroalcooleiro, esta realidade se faz ainda mais nítida, posto que as regiões onde se produz cana-de-açúcar, em muitos dos casos têm grande parte da produção agropecuária voltada tão somente ao cultivo desta matéria prima. Isso ocorre em virtude do fato de que esses espaços territoriais geralmente possuem condições climáticas e de solo favoráveis ao desenvolvimento desta cultura e em decorrência da alta lucratividade do setor são aproveitadas quase que integralmente para este fim, além do que a produção da matéria prima acaba por se concentrar próxima às usinas processadoras que demandam a cana-de-açúcar produzida. Nessa conjuntura, há diversos produtores de pequeno porte em largas extensões de terra voltadas à produção sucroalcooleira, de modo que sua integração, por meio de cooperativas, permite o estabelecimento do escoamento do fruto de sua produção, com as usinas e grandes empreendimentos processadores de açúcar e álcool combustível, que precisa dessa matéria-prima para preencher seus estoques. Além disso, como se apontou, agregam tecnologia, técnicas de administração, escoamento e melhoramento da ambiência social dos diferentes produtores.

As cooperativas sucroalcooleiras, desse modo, prestam-se à verdadeira reunião do interesse de pequenos produtores singulares de cana-de-açúcar, construindo o canal de contato entre eles e as usinas processadoras, além de propiciarem a otimização de sua produção e o crescimento de suas estruturas. Por tudo isso, são bastante comuns em diversas áreas de cultivo de cana-de-açúcar e vêm crescendo juntamente com o setor, nos últimos anos.

¹⁴¹ SANTOS, Antônio Carlos dos. **Estrutura organizacional no agribusiness cooperativo: o caso das cooperativas de leite no estado de Minas Gerais.** 2000. 196f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000. p. 45.

3.1.3 Sociedades Empresárias

Considerando-se que a atividade dos diferentes agentes do setor sucroalcooleiro é exercida de forma organizada, profissional e com fim econômico, esses empreendimentos se formatam, também, assim como grande parte das empresas de outros setores, com base nos modelos das diferentes sociedades empresárias¹⁴² previstas no Código Civil Brasileiro. A esse respeito, uma vez que qualquer sociedade exige, para a sua formação, a conjugação de interesses e o estabelecimento de uma relação jurídica entre duas ou mais pessoas, pressupõe-se, nesse sentido, que o empreendimento formado possui maior estrutura ou, pelo menos, almeja atingir maiores proporções que aqueles que assumem a formatação jurídica do empresário rural ou do empresário individual.

Nesse sentido, as empresas do setor sucroalcooleiro, com maiores estruturas, sejam voltadas tão somente para o cultivo da cana-de-açúcar, para o transporte, para o processamento da matéria-prima e produção de açúcar, álcool combustível e cachaça, enfim, para qualquer fase da produção sucroalcooleira, via de regra, revestem-se dos diferentes modelos de sociedades empresárias previstos na legislação brasileira.

Atualmente, as sociedades empresárias, de acordo com a sistemática do Código Civil, podem ser de diferentes modelos, quais sejam: sociedade em nome coletivo¹⁴³, sociedade em comandita simples¹⁴⁴, sociedade limitada¹⁴⁵, sociedade anônima¹⁴⁶, sociedade em comandita por ações¹⁴⁷, além das sociedades cooperativas, apontadas em tópico anterior. Além dessas, o Código Civil prevê, também, as sociedades em comum¹⁴⁸ e as sociedades em conta de

¹⁴² As sociedades podem ser classificadas ainda em simples e empresárias. As sociedades simples, em síntese, são aquelas que não exercem atividade empresarial e as empresárias, as que exercem – ou seja, de forma organizada, profissional e com fim econômico. Importa observar, nessa linha, que somente essas interessam ao objeto deste estudo, vez que as atividades praticadas pelos agentes do setor sucroalcooleiro, são, por natureza, empresarias.

¹⁴³ As sociedades em nome coletivo são disciplinadas nos arts. 1.039 e seguintes, do Código Civil. BRASIL, Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Seção 1, p. 1. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm>. Acesso em: 10 jan. 2011.

¹⁴⁴ As sociedades comandita simples são disciplinadas nos arts. 1.045 e seguintes, do Código Civil. *Ibid.*, 2002, on-line.

¹⁴⁵ As sociedades limitadas são disciplinadas nos arts. 1.052 e seguintes, do Código Civil. *Ibid.*, on-line.

¹⁴⁶ As sociedades anônimas são disciplinadas pela Lei das S.A. BRASIL. Lei n. 6.404 de 15 dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10203.htm Acesso em: 20 jun. 2011.

¹⁴⁷ As sociedades em comandita por ações são disciplinadas nos arts. 1.090 e seguintes, do Código Civil. BRASIL, *op. cit.*, 2002, on-line.

¹⁴⁸ As sociedades em comum são disciplinadas nos arts. 986 e seguintes, do Código Civil. BRASIL, *op. cit.*, 2002, on-line.

participação¹⁴⁹, que, muito embora não adquiram personalidade jurídica, também podem atuar como sociedades empresárias¹⁵⁰, operando no setor sucroalcooleiro.

Ocorre que, tanto no setor sucroalcooleiro, como para qualquer outra atividade empresarial, muito embora o Código Civil traga diversos modelos para a formação de uma sociedade, verdade é que a maioria deles está em desuso. Isso porque a prática mercantil foi moldando a formatação jurídica dos diferentes empreendimentos, de modo a selecionar aqueles mais adequados à realidade econômica atual, protegendo os interesses da sociedade e de seus sócios e propiciando o seu crescimento. Nesse sentido, atualmente, os modelos das sociedades limitadas e das sociedades anônimas são os mais utilizados pelos empreendimentos nas diferentes áreas de exercício da atividade econômica, tanto em virtude de sua funcionalidade, no que se refere à divisão e organização das quotas ou ações de cada um dos empreendedores que a formaram, quanto no que atine à proteção dos interesses da sociedade e de seus sócios.

Importa observar, entretanto, que, muito embora as formatações jurídicas das sociedades limitadas e das sociedades anônimas sejam mais utilizadas pelos empreendimentos atuais, isso não significa que os outros modelos previstos no Código Civil não sejam, também, em alguns casos, utilizados pelos empreendedores do setor sucroalcooleiro. Como já anteriormente mencionado, o setor sucroalcooleiro é tão antigo quanto a formação do Estado Nacional brasileiro, de modo que, ao longo de seu histórico de formação, diferentes modelos de empreendimentos foram formados, sendo certo que ainda subsistem sociedades empresárias revestidas de modelos outros, previstos no Código Civil brasileiro, que não a sociedade limitada e a sociedade anônima.

¹⁴⁹ As sociedades em conta de participação são disciplinadas nos arts. 991 e seguintes, do Código Civil. BRASIL, Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Seção 1, p. 1. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 10 jan. 2011.

¹⁵⁰ Atualmente nem todas as sociedades possuem personalidade jurídica. Conforme estabelece o artigo 986 do Código Civil, enquanto as sociedades não forem devidamente registradas na Junta Comercial relativa ao território onde se situam, são consideradas sociedades em comum e, portanto, não lhes é conferida personalidade jurídica, seus bens respondem pelos atos praticados pelos sócios e os bens dos sócios respondem solidária e ilimitadamente por eventuais dívidas adquiridas no cumprimento de seu objeto social. Além disso, as sociedades em conta de participação, também não gozam de personalidade jurídica, conforme estabelecido nos arts. 991 e seguintes do Código Civil, visto que “*a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade*”, de modo que os demais participam tão somente dos resultados correspondentes. Nesse sentido, as sociedades empresárias, vale observar, diferentemente dos empreendimentos individuais, das sociedades comuns e das sociedades em conta de participação, adquirem personalidade jurídica e tornam-se pessoa jurídica, tornando-se, por consequência, titulares de direitos e obrigações diferentes daqueles atinentes aos seus fundadores. Não obstante, torna-se ela, sociedade, a empresária, diferentemente dos fundadores, que são considerados, então, os sócios do empreendimento.

No que atine a formação de empresas familiares, por exemplo, como já apontado, acima, é possível a formação de sociedades empresárias. Um modelo anteriormente considerado comum e que pode, em alguns casos, ainda, subsistir na prática mercantil, é o das sociedades em nome coletivo, cujas bases constitutivas são justamente as empresas familiares. Segundo Ricardo Negrão, as sociedades em nome coletivo “[...] têm sua origem na companhia, sociedade familiar”¹⁵¹ e, como sustenta, “[...] mesmo quando as pessoas não pertencem à mesma família, sua característica é sempre familiar.”¹⁵² Nessa linha, conforme dispõe o art. 1.039, do Código Civil, somente podem tomar parte nas sociedades em nome coletivo, as pessoas físicas, o que acaba por evidenciar esse caráter familiar que lhe é característico. Além disso, como uma de suas principais características, que, inclusive, acaba por aumentar o desuso deste modelo societário, refere-se à responsabilidade social, pois os sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais. Importa acrescentar, entretanto, que prevalece, por outro lado, a responsabilidade subsidiária dos sócios, que podem exigir, antes de terem seus patrimônios atingidos por obrigações sociais, sejam primeiramente esgotados os bens da própria empresa.

Remanesce, outrossim, no Código Civil (arts. 1.045 e seguintes), servindo, também, de base para a formatação de alguns empreendimentos mais antigos, que ainda podem subsistir, o modelo das sociedades em comandita simples, cuja estrutura organizacional, embora atualmente em desuso, foi extremamente importante para fomentar as primeiras iniciativas do comércio marítimo europeu, já que baseada nos antigos contratos de comenda, antes das grandes navegações, propiciando o desenvolvimento das trocas comerciais e o crescimento econômico dos navios mercantes naquela época. As sociedades em comandita simples funcionam com a conjugação de interesses de dois diferentes sócios, o comanditário e o comanditado. O primeiro fornece apenas o capital necessário para estruturar e colocar em atividade o empreendimento idealizado e, conseqüentemente, este sócio, comanditário, responsabiliza-se, tão somente, pelos valores que aplica nesse aporte inicial. O sócio comanditado, por outro lado, responsabiliza-se pela condução das atividades da empresa e, portanto, responde solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, subsidiariamente ao patrimônio social.

Por fim, registra-se, também, em vigência em lei e, do mesmo modo, podendo servir de estrutura jurídica para algumas empresas em atividade, o modelo das sociedades em

¹⁵¹ NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial e de empresa**: teoria geral da empresa e direito societário. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1. p. 375.

¹⁵² *Ibid.*, p. 375.

comandita por ações, que se assemelham, em muitos pontos, à sociedade em comandita simples. Nesse modelo societário, os sócios diretores ou gerentes respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, enquanto que os acionistas respondem tão somente por suas respectivas ações subscritas.

É válido observar, no que se refere a esses diferentes modelos de sociedades, que cada um deles pode trazer os mesmos benefícios aos empreendedores que optam pelas estruturas jurídicas das sociedades limitadas ou das sociedades anônimas. No entanto, em cada um deles, prevalece a grande diferença, no que se refere aos modelos societários mais utilizados, em que os sócios somente respondem pelo capital subscrito ou relativo ao valor das ações. Nesse ponto justifica-se, justamente, o desuso desses modelos e a alta concentração de empreendimentos revestidos dos modelos das sociedades limitadas ou anônimas.

No entanto, tanto no que se refere à sociedade em nome coletivo, quanto à sociedade em comandita simples ou por ações, ainda que em desuso, na prática mercantil, não se pode afirmar que não subsistam empreendimentos, principalmente em setores ligados ao meio rural, como é o caso do setor sucroalcooleiro, cujo empreendedorismo tem natureza mais arcaica e, por vezes, desligada da evolução, tanto relativa aos meios de produção, quanto as formas organizacionais administrativas, contábeis e, neste caso, jurídicas.

Importa rememorar, entretanto, que não é o objetivo e nem se afere como possível, sem uma pesquisa detalhada e voltada exclusivamente para este fim, abordar mais profundamente todos os tipos de sociedades empresárias utilizadas na prática, pelos empreendimentos do setor sucroalcooleiro. Porém, é válido ressaltar que, muito embora a maior parte delas se organize juridicamente por meio dos modelos societários das sociedades limitadas e das sociedades anônimas, há, também, além dos empreendedores rurais, individuais, muitos empreendimentos que subsistem com suas bases jurídicas estruturais fundadas nos modelos das sociedades em nome coletivo, em comandita simples ou que, alheias aos registros, estruturam-se como sociedades em comum ou sociedades em conta de participação.

Desse modo, como no setor sucroalcooleiro, os maiores empreendimentos que se formaram atualmente se revestem do modelo das sociedades limitadas e das sociedades anônimas fechadas, importa apontar suas características de forma pormenorizada. Há algumas iniciativas, por parte de alguns grupos de grande porte, que já se arriscaram no sentido de abrir o capital, tornando, por consequência, a empresa, uma sociedade anônima aberta. Tendo em vista que esse ponto é de extremo interesse para este estudo, pois a abertura de capital é uma opção de extrema viabilidade para empreendimentos em crescimento, que, em grande

parte das vezes, revestem-se do modelo das sociedades limitadas e das sociedade anônimas fechadas, optou-se por destacar cada uma dessas espécies de sociedades, em tópico próprio, para que se apontem suas principais características e se visualize como empresas do setor exercem suas atividades sob a estrutura jurídica desses modelos.

3.1.3.1 Sociedades Limitadas

As sociedades limitadas surgiram na Alemanha em 1892¹⁵³ e acabaram por inovar a questão da responsabilidade dos sócios, no que se refere ao cumprimento das obrigações sociais. Isso porque, diferentemente do modo como esse ônus recai sobre os sócios de empresas revestidas dos outros diferentes modelos societários, na sociedade limitada, como sugere o próprio vernáculo de sua denominação, o sócio, nos casos em que o patrimônio social não for suficiente para adimplir as dívidas da sociedade, somente se responsabiliza pelo seu respectivo pagamento até o limite do valor de sua quota social e, ainda, enquanto o capital social total da empresa não tenha sido integralizado por completo. Muito embora todos os sócios respondam solidariamente pela integralização de todo o capital social, o que se traduz no compromisso de que cada sócio, mesmo tendo quitado o valor de sua quota, responda até o limite das quotas de todos outros sócios que ainda não tenham integralizado suas partes societárias, ou seja, enquanto todos não tiverem pago, para a sociedade, suas respectivas quotas, este modelo societário, em comparação com outros, representa verdadeira evolução no regime das sociedades mercantis.

Em verdade, essa característica, das sociedades limitadas, é extremamente importante para o desenvolvimento da atividade empresarial, pois não são todos os empreendimentos que caminham para o sucesso e, dentre as diversas variáveis, que levam uma empresa ao insucesso, o comprometimento, as ideias e o trabalho dos sócios muitas das vezes não são os responsáveis. Desse modo, a limitação da responsabilidade funciona como um meio de propiciar à empresa os recursos necessários para que inicie suas operações e, a partir de então, construa seu próprio patrimônio e gere sua subsistência a partir dele. Um eventual insucesso implica, portanto, no fim do empreendimento e na perda, pelos sócios, tão somente do capital inicialmente investido, para que a empresa caminhe ao sucesso. Se a empresa não conseguiu permanecer ativa, foi pelo modo como ela própria conduziu suas atividades e em função das dívidas e das obrigações que ela própria assumiu, de modo que não há porque impingir aos

¹⁵³ NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial e de empresa**: teoria geral da empresa e direito societário. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1. p. 385.

sócios o dever de responder por essas obrigações, além daquilo que investiram ou se comprometeram a investir, para o início da atividade da empresa.

Justamente por esse motivo, a grande maioria dos empreendimentos atuais se formata e se reveste com base no modelo societário das sociedades limitadas. Por meio deste modelo societário, os sócios do empreendimento se tornam proprietários, cada qual, de uma quota parte, não necessariamente igual, do capital social da empresa, cujos valores são definidos quando da formalização do contrato de constituição da sociedade. Naturalmente, como se apontou, cada um desses sócios, conforme dispõe o art. 1.052, do Código Civil, será responsável, subsidiariamente ao patrimônio social, pelo valor de suas respectivas quotas e solidariamente, pelo valor de todo o capital social, caso ainda não tenha sido devidamente integralizado.

Outra característica interessante quanto às sociedades limitadas e que merece destaque neste estudo, refere-se a forma de cessão das quotas partes de seus respectivos sócios. Diferentemente do que ocorre nas sociedades anônimas, a cessão de quotas da sociedade limitada não é tão simples e pode sofrer determinadas restrições. A esse respeito, o art. 1.057, do Código Civil disciplina a questão, definindo, em síntese, que essas restrições ou a liberdade de cessão de quotas fica a cargo do que for deliberado pelos sócios, quando da elaboração do contrato social. Entretanto, se o contrato for omissivo a esse respeito, a cessão é livre para outros sócios, porém, sujeita a óbice (desde que haja oposição de titulares de mais de um quarto do capital social da sociedade) se destinadas a estranhos.

O que se verifica a esse respeito é que, muito embora seja possível aos sócios estabelecerem restrições específicas ou, do mesmo modo, liberar a cessão de quotas, desde que devidamente previsto no respectivo contrato social, caso não se delibere sobre este assunto, o legislador optou por não emprestar a este tipo societário total liberdade, preservando o interesse dos demais sócios que, eventualmente, não concordem, em cada caso concreto, com o modo em que se dá cada cessão. Não obstante, havendo ou não restrição no contrato ou mantendo-se tão somente a exegese do art. 1.058, do Código Civil, quando da cessão de qualquer quota parte da sociedade, para que a transmissão se efetive praticamente, é necessário que se altere o contrato social do empreendimento na Junta Comercial. O que se afere nesse sentido, portanto, é que mesmo que se mantenha uma liberdade quanto à cessão de quotas, a tramitação desse procedimento acaba por se revelar bem menos simplificada do aquela que se registra quando da venda de ações na esfera das sociedades anônimas.

A sociedade limitada apresenta, ainda, particularidades outras, diferentes das companhias, como a relativa ao nome empresarial. Enquanto as sociedades anônimas podem

se valer tão somente da denominação social, em que se designa seu respectivo objeto social, as limitadas, por força do art. 1.158, do Código Civil, podem adotar firma ou razão social, com o nome de um ou mais sócios da sociedade, ou ainda denominação social, desde que integrada pela palavra “limitada” ou abreviatura. Também de forma diversa do que se visualiza no âmbito das sociedades anônimas, à sociedade limitada, assim como às demais sociedades empresariais, é assegurado o sigilo quanto às suas movimentações financeiras, bem como aos fatos relevantes que, eventualmente, sejam de interesse do público investidor.

Além disso, conforme estabelece o art. 1.066, do Código Civil, é facultada à sociedade limitada a constituição de um Conselho Fiscal, o que também é somado como ponto de divergência quanto à sociedade anônima, em que referido órgão é obrigatório. Ainda no que se refere à administração importa observar que, os cargos diretivos podem ser exercidos pelos sócios, ou ainda, por estranhos, com a observação do art. 1.061, do Código Civil, de que, quando o capital social não está integralizado, a nomeação de administrador não sócio depende de deliberação da unanimidade dos sócios. Por outro lado, se integralizado o capital, por força do mesmo dispositivo legal, a nomeação de não sócio depende de deliberação favorável de no mínimo 2/3 (dois terços) do capital social.

Soma-se, ainda, como divergência entre essas sociedades, pontos como a diferença quanto à redução e aumento do capital social (muito mais simplificado para as sociedades limitadas), quanto o registro na CVM, bolsas de valores e Mercados de Balcão (que só é necessário e possível para as sociedades anônimas) e a possibilidade de emissão de ações e valores mobiliários, que também só é permitido às sociedades anônimas abertas, com exceção de alguns títulos, cuja emissão foi autorizada, recentemente, por empresas não registradas como sociedade anônima aberta, como as sociedades fechadas, ou as sociedades limitadas, com a edição da instrução CVM 476 de 16 de janeiro de 2009, alterada pelas instruções 482 de 05 de abril de 2010 e 488 de 16 de dezembro de 2010¹⁵⁴, conforme retratado em capítulo anterior.

Pode-se concluir, nesse sentido, que a sociedade limitada representa uma forma de construção e estruturação de uma empresa bastante simplificada, revestida de diversas características muito interessantes e propícias ao empreendedorismo. Desse modo, assim

¹⁵⁴ Conforme mencionado anteriormente, a Instrução CVM nº 476, permite a emissão de debêntures não conversíveis ou não permutáveis em ações, notas comerciais, cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira, e outros títulos menos usuais, para empresas não registradas como companhias abertas. Essas ofertas, além de uma série de exigências decorrentes do referido ato normativo, devem ser intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e somente podem ser dirigidas a 50 (cinquenta) investidores, tidos como ‘qualificados’, elencados no artigo 109 da instrução CVM nº 409, sendo que os títulos emitidos poderão ser subscritos ou adquiridos tão somente por 20 (vinte) desses potenciais compradores.

como em diversas outras áreas econômicas, no setor sucroalcooleiro, registram-se diversos empreendimentos revestidos do modelo das sociedades limitadas. Tanto no que se refere aos empreendedores que arrendam terras para o plantio, quanto para aqueles que efetivamente cultivam a cana-de-açúcar ou, ainda, que se responsabilizam pelo processamento da matéria-prima e pela produção de açúcar, álcool combustível e cachaça ou que empreendem em áreas paralelas, que se vinculam ao setor, como a irrigação, produção de implementos agrícolas, transporte e armazenamento, o modelo das sociedades limitadas se faz presente.

Ademais, em razão de sua funcionalidade, este modelo societário se presta ao amparo de empreendimentos de diferentes tamanhos estruturais do setor. Ao mesmo tempo em que se registram empreendimentos de pequeno porte, que, como já se retratou, concentram-se no arrendamento de terras ou na produção em pequena escala de matéria-prima ou de processamento em menores proporções da cana-de-açúcar, as sociedades limitadas estruturam juridicamente, também, empresas de grande porte, que concentram todas as atividades que envolvem a produção dos derivados do setor sucroalcooleiro.

No âmbito deste estudo, grande parte desses empreendimentos, que se moldam com base na estrutura jurídica da sociedade limitada, estejam eles concentrados ou não, em grupos de sociedades ou associados, por meio de diferentes formas de cooperação empresarial, pode lançar mão da abertura de capital. Como já demonstrado, em se verificando o crescimento e o desenvolvimento de empreendimentos nesses parâmetros, a alteração do modelo societário para o das sociedades anônimas abertas é uma via bastante propícia para a capitalização e viabilização da integração empresarial. No âmbito do setor sucroalcooleiro, essa mudança, como se aponta, é positiva e deveras interessante para as empresas em crescimento, além de ser extremamente viável, considerando-se a conjuntura atual do setor.

3.1.3.2 Sociedades Anônimas

Ao tratar da sociedade anônima como forma de estruturação da atividade econômica no capítulo anterior, traçaram-se as principais características deste modelo societário. Importa repisar, entretanto, algumas de suas principais particularidades. Como retratado alhures, as sociedades anônimas, nos termos do 4º, da Lei das S.A., podem ser abertas, quando negociam ações nas Bolsas de Valores e Mercados de Balcão ou fechadas, quando a negociação desses títulos não se perpetra nesses mercados.

Ademais, por disposição legal¹⁵⁵, as sociedades anônimas, independentemente do objeto, serão sempre mercantis e, como se concluiu anteriormente, possuem natureza jurídica plurilateral, já que constituídas com contrato social acrescido de estatuto, além de se revestir de um caráter institucional em função de sua importância no cenário econômico nacional da impessoalidade emprestada às relações pessoais perpetradas entre seus agentes.

Com efeito, diferentemente dos outros modelos societários, as parcelas do capital social pertencentes a cada sócio de uma sociedade anônima, são imobilizadas em ações e não em quotas sociais, de modo que aquele que adquirir um destes títulos será, conseqüentemente, considerado acionista da companhia. Quanto à administração, na sociedade anônima é exigida a constituição de diferentes órgãos como as Assembleias Gerais, o Conselho de Administração, órgão que se desdobra e se forma, obrigatoriamente, quando a empresa é aberta ou de capital aberto, com a Diretoria e o Conselho Fiscal. No que se refere à cessão de suas ações, como já retratado, nas sociedades anônimas essa transferência é muito mais simplificada, independe da opinião dos outros sócios e é formalizada de forma muito mais rápida e pouco onerosa.

No que tange as atividades financeiras e aos fatos relevantes relativos à sua administração, vigora o princípio da publicidade, devendo a sociedade anônima tornar público a cada exercício social seus balanços financeiros e todas as notícias que sejam de interesse dos investidores inseridos no mercado de capitais.

Por fim, no que se refere às formas de capitalização, a sociedade anônima se vale da possibilidade de emissão de títulos que podem ser negociados no âmbito do mercado de capitais. Desse modo, além da possibilidade de internalização dos lucros, do levantamento de recursos junto ao setor financeiro, de fundos de investimento ou por meio de *venture capital*, comum a todos os empreendimentos, as sociedades anônimas podem se valer ainda da captação de recursos, por meio da emissão de novas ações, com o respectivo aumento de seu capital social, inclusive com a oferta dessas ações a investidores estranhos à sociedade, que passam a integrá-la como novos sócios. Não obstante, ressalvado o disposto na Instrução CVM 476, que também possibilita às sociedades anônimas fechadas emitirem alguns títulos específicos no mercado de capitais, as sociedades anônimas abertas podem se valer da emissão de diversos valores mobiliários, com o intuito de capitalizar, entre os quais se

¹⁵⁵ Disposta no artigo. 2º. Lei das S.A. BRASIL, Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 8 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm> Acesso em: 11 fev. 2011.

destacam os títulos outrora apontados, quais sejam as debêntures, *commercial papers* ou notas promissórias, bônus de subscrição de subscrição, entre outros.

Em que pesem essas e muitas outras diferenças entre esses modelos societários, a sociedade anônima, assim como a sociedade limitada, também restringe a responsabilidade de seus respectivos sócios tão somente às parcelas do seu respectivo capital social ou seja, ao valor subscrito em cada uma das ações da sociedade. Há, portanto, nesse sentido, um grande número de empresas que optam por se revestir deste modelo societário, tanto com o capital fechado como com o capital aberto.

Nessa esteira, há diversas empresas, geralmente de menor porte ou, ainda, em fase de estruturação, que optam pela estrutura jurídica da sociedade anônima fechada, o que viabiliza a subsistência de um empreendimento com a limitação da responsabilidade dos acionistas ao valor de suas respectivas ações, bem como a possibilidade de cessão simplificada desses títulos. Por outro lado, registra-se, também, no âmbito de empreendimentos de maior porte, em que se faz presente o intento de crescimento e desenvolvimento de suas atividades, com a possibilidade de capitalização por meio da emissão de títulos, agregada à consequente exposição do empreendimento aos investidores no âmbito do mercado de capitais, a opção dos empreendedores pela abertura de capital, de modo a revestir a empresa do modelo das sociedades anônimas abertas.

No âmbito do setor sucroalcooleiro, assim como em outros setores e áreas da atividade econômica, existem diversos empreendimentos que operam sob a formatação das sociedades anônimas fechadas, o que facilita a dinamização das relações entre os acionistas e simplifica a possibilidade de cessão desses títulos. Desse modo, assim como no caso das sociedades limitadas, em decorrência das vantagens dessa estruturação jurídica, diversas são as empresas que, revestidas do modelo da sociedade anônima fechada, atuam nas diversas áreas da produção do setor sucroalcooleiro, da administração de terras e do cultivo da cana-de-açúcar ao processamento, transporte e distribuição dos derivados do setor, representando, portanto, um grande número de empreendimentos sucroalcooleiros.

Há, também, por outro lado, alguns empreendimentos, em menor número, que já se arriscaram na iniciativa da abertura de capital, com a possibilidade de lançamento de títulos no mercado de capitais, justamente na linha da estratégia que se defende com este estudo. O que se verifica, entretanto, é que, muito embora diversas sejam as vantagens dessa empreitada, como vem sendo demonstrado até então, ainda é bastante incipiente o número de empreendimentos que lançaram mão dessa alternativa. Registram-se, entretanto, muitos casos de empreendimentos que vêm planejando a abertura e estudando o mercado e as diferentes

opções, no sentido de implementar, em termos de futuro, essa estratégia. Por outro lado, há outras empresas que, não obstante o potencial para o crescimento e a formatação adequada para que se encaixe, na base estrutural do modelo da sociedade anônima aberta, sequer cogitam essa opção.

3.1.4 Grupos de Sociedades e Sociedade *Holding*

Como se apontou, os diversos empreendimentos do setor sucroalcooleiro vêm, em virtude do já retratado fenômeno concentracionista, conjugando interesses sob a égide de diferentes instrumentos contratuais, em vias de promoverem seu crescimento e o desenvolvimento de suas atividades em conjunto. Dentre os meios de se formalizar essa colaboração, entre diferentes empresas, como se apontou, é possível que se realize a integração de empreendimentos (que correspondente a uma concentração mais agressiva dos agentes econômicos envolvidos, inclusive com alterações de ordem societária), como, também, que as empresas se relacionem de forma mais branda (associando-se tão somente para buscarem um determinado fim comum, sem a alteração de suas respectivas estruturas societárias), no que pode ser chamado de cooperação empresarial.

Nesse rastro, especificamente no setor sucroalcooleiro, merece destaque, como forma de integração empresarial, a formação de grupos de sociedades, já mencionado no capítulo anterior, porém com outra abordagem neste ponto do estudo. Como formas de cooperação, por outro lado, destacam-se a formalização de contratos de *joint venture* e de consórcios empresariais, cujas características gerais serão abordadas em sequência.

Os grupos de sociedade, como se demonstrou, correspondem à reunião de diferentes empreendimentos que, organizados sob a égide de um instrumento contratual, agem em conjunto (como se fossem um só) no mercado. Nessa modalidade de concentração empresarial, as sociedades de diferentes especialidades, em diferentes ramos do processo produtivo de um determinado setor ou, ainda, de mesma ou semelhante atividade, reúnem-se sob uma mesma administração, que guia todos os empreendimentos envolvidos para agir direcionados ao mesmo fim.

Os grupos de sociedades podem ser de direito ou de fato. Enquanto os de direito, como bem distingue Borges, constituem-se sob uma convenção formal (convenção de grupo), os de fato o fazem mediante participações em outras sociedades.¹⁵⁶ Desse modo, os grupos de

¹⁵⁶ BORGES, Agnes Pinto. **Parceria empresarial no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2004. p. 36.

direito, ao se reunirem, estabelecem verdadeira relação contratual organizada, com a finalidade de criar um grupo tal como previsto pelo legislador, organizando-se, portanto, em sociedades controladas e controladoras, que atuam sob a égide de uma convenção devidamente registrada e de uma estrutura administrativa de gestão criada para guiar as atividades de todo o conjunto. Os grupos de fato, por outro lado, são constituídos, como consequência da formalização, por contratos para a conjugação de interesses de dois ou mais empreendimentos, que, sob diferentes formatações, estabelecem relações de controle uns sob os outros, de modo a atuar buscando o crescimento e o desenvolvimento das atividades do grupo então formado.

As diretrizes legais relativas a esta forma de concentração empresarial, especialmente no que atine aos grupos de direito, encontram-se encartadas nos arts. 265 e seguintes, da Lei das S.A., que estabelecem, entre diversas outras particularidades, que os grupos, formados por sociedade controladora e controlados, devem ter suas relações, a estrutura administrativa, enfim os objetivos estabelecidos em convenção de grupo; porém, com a ressalva de que cada sociedade conservará personalidade e patrimônios distintos.

Ademais, o legislador traça alguns direcionamentos gerais sobre a forma como se perpetra a constituição desses grupos, também especialmente no que se refere aos grupos de direito, tais como acerca da denominação, que deve conter as expressões “grupo de sociedades” ou tão somente “grupo”, conforme dispõe o art. 267, da Lei das S.A.; da constituição, com indicação das sociedades que formam o grupo, da estrutura, das condições de participação, prazos e órgãos que o compõem; do registro no Registro do Comércio da sede da sociedade, conforme art. 271, da Lei das S.A.; da administração e gestão, que pode contar com órgãos colegiados e cargos de direção geral para a administração do grupo e tem funcionamento concomitante e paralelo ao dos órgãos administrativos de cada sociedade envolvida; bem como das demonstrações financeiras, que deverão ser publicadas (inclusive como demonstrações consolidadas, além das individuais) caso envolvam companhias em seu organograma estrutural, sociedades anônimas, conforme determina o art. 275, da Lei das S.A.

Não obstante, os grupos de sociedades, tanto de fato como de direito, podem se formatar de diversas formas, que se adequam a cada caso concreto. O modo de formação dos grupos se edifica levando-se em consideração, em especial, o porte das empresas envolvidas, o ramo de suas atividades, os objetivos que as levaram a se unir e, acima de tudo, os fins que passaram a perseguir. José A. Engrancia Antunes faz referência a essa ausência de estrutura predefinida dos grupos societários, ao apontá-la como o modelo de integração que sintetiza todas as formas de concentração empresarial ainda não previstas pelo legislador ou

pela doutrina: “[...] não estamos atidos a uma ou duas formas legais, como na fusão, mas a quantas a imaginação do empresário originar – razão pela qual se afirma que no grupo societário vêm desembocar todas as restantes técnicas concentracionísticas.”¹⁵⁷

Neste ponto, importa destacar que essa mobilidade de formas e estruturas atrelada à somatória de ativos patrimoniais, experiência, força econômica, ideias, *know-how*, entre outros, que se atinge com a formação dos grupos de sociedades, vem tornando-os, há muito tempo, uma opção reiterada no meio empresarial. Antunes ressalta a importância desse tipo de concentração empresarial, ao destacar a grandeza de alguns grupos multinacionais que, como considera, por vezes, ultrapassam o poder econômico de muitas nações do mundo¹⁵⁸. Nessa esteira, o autor português defende o importante papel dos grupos de sociedades e chega a classificá-los como “[...] verdadeiro paradigma central do universo econômico-empresarial nacional e internacional dos nossos dias.”¹⁵⁹

Há, portanto, no seio da atividade econômica atual, grupos de diversas naturezas, formados para os mais diversos fins, que, além de promoverem a conjugação de interesses de diferentes empresas, que os integram, projetam-se, em conjunto, para o sucesso de todas as grandes estruturas por eles formadas. No setor sucroalcooleiro, o mesmo se registra. Há, nesse sentido, diferentes agentes desse setor agroindustrial reunidos, sob a égide de grupos de sociedades, tanto de direito, quando constituídos por meio de uma convenção de grupo, quanto de fato, quando formados a partir da reestruturação de diferentes empreendimentos, que passam a estabelecer uma relação de controle e a atuar em conjunto no mercado. Esses grupos do setor sucroalcooleiro, nessa esteira, convergem interesses no sentido de buscar otimização do cultivo, irrigação, transporte, processamento, agregação de valor aos produtos, marketing, distribuição e venda de açúcar, álcool combustível e cachaça, no mercado nacional e internacional.

As diversas sociedades empresárias do setor sucroalcooleiro, portanto, especializadas em fases diferentes do processo produtivo do setor ou, ainda, do mesmo ramo de atividades, concentram-se por meio da formação de grupos de sociedades, de modo a buscarem o desenvolvimento das atividades de todo o conjunto, que, muito embora seja formado por diversas sociedades, acaba por atuar no mercado, sob diversas formas organizacionais, como

¹⁵⁷ ANTUNES, José Augusto Quelhas Lima Engracia. **Os grupos de sociedades**: Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária. 2. ed. Coimbra: Almedina. 2002. p. 65.

¹⁵⁸ Ibid., p. 61.

¹⁵⁹ Antunes diz: “[...] a fisionomia prática societária contemporânea deixou de ser fielmente retratada pela sociedade individual e isolada para passar a vir reflectida essencialmente através da emergência de grupos societários, que assim se tornaram no verdadeiro paradigma central do universo econômico-empresarial nacional e internacional dos nossos dias”. Ibid., p. 58.

se fosse um só. O modo como as sociedades se organizam, pode se dar de diversas formas ou seja, com estruturas de hierarquia e de níveis de controle, entre sociedades controladoras e sociedades controladas, bastante variadas; as quais se adequam a cada caso concreto, considerando-se a amplitude econômica do grupo e das sociedades envolvidas, o ramo de atividade, o local onde se instala, enfim, diversas variáveis que definem, na medida em que o grupo vai se formando, a sua estrutura.

A esse respeito, entretanto, não é possível que se apontem todas as formatações empreendidas pelos diversos agentes do setor sucroalcooleiro, que agem sob a forma jurídica dos grupos de sociedades, como já se mencionou, quando da abordagem de outras formas jurídicas, sem um estudo detalhado dedicado tão somente a este fim. No entanto, em virtude de serem viáveis as atividades econômicas que reúnem diversas fases de produção (como no caso da agroindústria do açúcar e álcool, em que há o cultivo, transporte, diversas fases processamento, distribuição, entre outras), bem como por ser propício à abertura de capital, merece destaque a formação de grupos submetidos à gestão e administração de uma sociedade *holding*. Especificamente, no caso dessa diferente formatação dos grupos de sociedade, os empreendimentos se subordinam a uma direção central, exercida por uma sociedade criada tão somente para este fim (sociedade *holding*), que concentra as decisões estratégicas e o andamento das atividades de todo o grupo, exercendo o poder de controle naquele ambiente empresarial.

A esse respeito, a sociedade *holding* é uma empresa criada justamente com este fim; qual seja, o de gerir e administrar outros empreendimentos, inseridos na esfera dos grupos de sociedades, sob os quais mantém o controle acionário ou de maioria das respectivas quotas sociais. A sociedade *holding*, portanto, é formada com a maioria das quotas de uma ou mais sociedades, com o objetivo de que, assim, exerça a sua gestão e administração.

Veja-se, nesse sentido, que a *holding* não se limita a administrar e gerir apenas um empreendimento. Ao revés, sua estrutura permite que controle diversas sociedades e, mais, que se especialize em controlar um determinado tipo de empreendimento, tal como um setor ou uma área de produção. Desse modo, os grupos de sociedades sucroalcooleiras, dentre as diferentes formatações, por meio das quais podem se estruturar, podem se organizar sob o controle e a gestão de uma sociedade *holding*, criada justamente para este fim. Nessa esteira, o grupo, formado por sociedades diversas, especializadas, cada qual por uma área da produção do açúcar e álcool combustível ou, ainda, por empresas da mesma área produtiva (que se concentram para dinamizar e otimizar sua produção), estruturam-se, transferindo a

maior parcela de seu capital e, conseqüentemente, o controle e o poder de decisão para a sociedade *holding*.

Contudo, além da facilidade de se organizar a atividade de diferentes empresas, por meio de grupos de sociedades assim organizados, como se destacou, esse tipo de estruturação dos grupos pode ser propício à abertura de capital, defendida com este estudo. Isso porque, ainda que o grupo seja formado por diversas sociedades diferentes, organizam-se elas a partir de um ponto convergente; qual seja, a *holding*. Desse modo, todo o grupo tem como opção a abertura de capital, para o crescimento e desenvolvimento de suas atividades, em função dos diversos benefícios que vêm sendo elencados. Para tanto, opera-se a abertura de capital tão somente da *holding*, que, uma vez detentora do controle de todas as demais, propicia o lançamento do grupo, como um todo, no mercado de capitais.

Essa estruturação, em verdade, acaba por ser a forma como grupos diversos se lançam na empreitada da abertura de capital. Ainda que inicialmente não tenham sido constituídos sob a formatação de uma *holding* ou sociedade controladora, os diferentes grupos de sociedades acabam por se organizar desse modo, para abertura de capital. A formação de *holdings* passa a ser uma fase do processo, notadamente, como retratado no capítulo anterior, relativo à organização estrutural do empreendimento antes do início dos procedimentos que a transformaram em sociedade anônima aberta.

Em síntese, portanto, assim como vem sendo alinhavado, diferentes sociedades da agroindústria da cana-de-açúcar se organizam por meio de diversas estruturas jurídicas, entre elas as diferentes sociedades empresariais acima apontadas, em especial sociedades limitadas e sociedades anônimas fechadas. Essas diferentes sociedades do setor sucroalcooleiro, identificando pontos convergentes, no sentido de atuarem em conjunto e influenciadas pelas ideias concentracionistas, acabam por formalizar grupos de sociedades. Esses grupos podem ou não se formatar por meio da estruturação de uma sociedade controladora ou uma sociedade *holding*, que deterá o controle de todos os empreendimentos envolvidos, ditando as diretrizes que guiarão o grupo no mercado. Optando ou não por essa formatação, o grupo, em identificando a possibilidade de abertura de capital, visualiza, com a formação de uma *holding*, controladora, a via para realizar essa empreitada. Isso porque, como se apontou, a *holding* acaba por representar a sociedade que abrirá o capital, propiciando o lançamento do grupo como um todo, no mercado de capitais.

3.1.5 Consórcios de Sociedades

Como se apontou, os agentes econômicos do setor sucroalcooleiro, muito embora se organizem sob diferentes estruturas societárias, de modo a empreenderem, como empresários rurais, individuais ou sob a formatação das sociedades empresárias, podem, também, atuar em conjunto, como reflexo do fenômeno concentracionista, anteriormente retratado. Nessa esteira, como forma de cooperação empresarial, ou seja, de comunhão de interesses de diferentes agentes econômicos, de modo a manter a unidade individualizada de cada um dos envolvidos, destaca-se, no âmbito dos empreendimentos do setor sucroalcooleiro, a formação de consórcio de sociedades. Esse modelo de concentração empresarial consiste, em síntese, na união de recursos e esforços de diferentes empreendimentos para a realização de determinado objeto, sem que isso afete a individualidade de cada um dos envolvidos.

Ao tratar dos consórcios, como forma de parceria empresarial, Borges os define como a “[...] união de sociedades para a realização de empreendimento comum por meio de uma nova estrutura organizacional, não comprometendo a autonomia dos integrantes, que permanecem juridicamente independentes.”¹⁶⁰ A autora complementa, ainda, ao destacar que o consórcio permite a conjunção de recursos e esforços para a realização de um determinado objeto e ressalta que, no âmbito dessa modalidade de parceria empresarial, não há a “supressão da individualidade de cada consorciado.”¹⁶¹ A partir desse conceito, é possível afirmar que o consorciado faz parte de um organismo que atua em conjunto para assunção de determinados objetivos, entre os quais se destaca, via de regra, o crescimento econômico de todos os envolvidos. No entanto, caso opte por se desligar do consórcio, é plenamente possível a sua retirada, visto que as individualidades dos consorciados se mantêm sempre independentes.

Disciplinados pelos arts. 278 e 279, da Lei das S.A., os consórcios não adquirem personalidade jurídica e as empresas consorciadas somente se obrigam nas condições previstas no respectivo contrato, respondendo cada uma por suas obrigações. Não há, portanto, por força do § 1º, do art. 278, da Lei das S.A., presunção de solidariedade entre elas. Não obstante, a falência de uma das consorciadas, como também devidamente disciplinado no parágrafo segundo do respectivo artigo legal, não implica no comprometimento do consórcio, que permanece em vigência, sendo conduzido pelos demais agentes envolvidos. Além disso, no que atine às formalidades desta figura jurídica, o contrato de constituição, com a previsão

¹⁶⁰ BORGES, Agnes Pinto. **Parceria empresarial no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2004. p. 70.

¹⁶¹ *Ibid.*, p. 70.

de designação, objeto, duração, endereço, normas gerais, forma de condução das atividades do consórcio e outras disposições gerais, deve ser registrado no Registro do Comércio do lugar da sede, com a respectiva publicação da certidão do arquivamento, nos termos do parágrafo único, do art. 279, da Lei das S.A.

Importa esclarecer, todavia, que os consórcios não se confundem com as sociedades cooperativas. Ainda que ambas as figuras se prestem à conjugação dos interesses de pequenos empreendedores (principalmente) no sentido de que, em conjunto, atinjam o aumento dos lucros, o corte de despesas, a eliminação de intermediários, enfim, a melhoria da ambiência econômico empresarial de todos os envolvidos, tratam-se de estruturas jurídicas distintas. Conforme observa Maranhã, enquanto nas cooperativas os envolvidos geralmente são pessoas físicas, admitindo-se apenas excepcionalmente pessoas jurídicas, nos consórcios os empreendimentos que o formam são pessoas jurídicas.¹⁶²

Os consórcios de sociedades podem ser criados com diversos fins, tais como para a construção de um estabelecimento de interesse geral, para a compra de um maquinário para uso comum, para o investimento conjunto em determinada parcela do mercado ou, ainda, para a exportação de produtos ou serviços. Ademais, essa forma de concentração empresarial pode ser objeto da união de empresas de diferentes estruturas, para a otimização da produção, escoamento do cultivo, formalização de contratos de fornecimento, exploração de uma nova atividade, entre outras.

No âmbito do setor sucroalcooleiro, os consórcios se destacam no que se refere à junção de empreendimentos diversos, no sentido de atuarem em conjunto em determinadas fases do processo produtivo. Registra-se, dessa forma, por exemplo, a conjugação de interesses de empreendimentos de pequeno porte, voltados ao cultivo da cana-de-açúcar, que se reúnem por meio da formalização de consórcios para atenderem a demanda das usinas processadoras.

Uma vez que, como se apontou, o setor sucroalcooleiro é formado, principalmente na fase de cultivo da cana-de-açúcar, por diversos produtores de pequeno porte, organizados como empresários rurais ou individuais e sob o amparo, muitas vezes, de uma unidade

¹⁶² Maranhã complementa: “[...] dentro do processo atual de formação de redes de pequenas e médias empresas, com vistas a obter ganhos de produtividade e competitividade, podemos visualizar a diferença entre os institutos do ponto de vista dos componentes ou associados envolvidos no processo produtivo, uma vez que no consórcio são empresas preexistentes ou empresários que buscam no consórcio uma forma de colaborar entre si e na cooperativa temos como participantes pessoas físicas comuns que se unem para buscar na cooperação uma forma de obterem ganhos coletivos”. MARANHÃ, Roberta Cintra. **O consórcio de exportação e a internacionalização das pequenas e médias empresas segundo a experiência italiana: um modelo para o Brasil**. 2007. 170 f. Dissertação (Mestrado em Direito do Comércio Internacional) – Faculdade de História, Direito e Serviço Social, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, 2007. p. 49.

familiar, muitos desses produtores não atingem uma quantidade de matéria-prima que viabilize a formalização de um contrato de produção com uma usina. Desse modo, a conjugação de interesses de diferentes produtores, para, sob a égide de um consórcio, agir em conjunto, para reunir o produto de seu cultivo e oferecer aos empreendimentos que viabilizam o processamento da matéria-prima, garante a subsistência desses empreendedores de menor porte.

Essa modalidade de cooperação empresarial, assim como os contratos de *joint venture* vem sendo empreendidos de forma reiterada pelos agentes do setor, no sentido de propiciar o crescimento dos empreendimentos envolvidos. Nessa linha, essas modalidades de concentração empresarial são apontadas neste estudo, tanto para retratar como se organiza juridicamente a atividade do setor, quanto para que se demonstre como as empresas sucroalcooleiras, de diferentes fases da produção e de diferentes tamanhos estruturais, vêm empreendendo no sentido de buscar uma ascensão econômica.

Desse modo, o setor, como um todo, vem experimentando um crescimento e maiores são os reflexos dessa ascensão nas empresas de maior porte, que, como consequência, assim como se defende com este estudo, tem como possibilidade, no sentido de empreender para o seu crescimento, a abertura de capital. Ademais, como não engessadas em uma modalidade ou estrutura jurídica única no exercício de suas atividades, as empresas, principalmente quando empreendem, por meio de cooperação empresarial, em experimentando um desenvolvimento econômico acentuado, podem vir a buscar também, em termos de futuro, a abertura de capital.

3.1.6 *Joint Venture*

Outro modelo de cooperação empresarial muito utilizado na prática e, conseqüentemente, nas interações entre os diferentes empreendimentos do setor sucroalcooleiro, são os contratos de *joint venture*. Embora de formulação relativamente simples, a definição de *joint venture* é de difícil aceção pelos estudiosos do assunto. Isso porque esta forma de cooperação empresarial foi criada e adequada por meio da prática empresarial e ainda não encontra previsão no ordenamento jurídico nacional; o que a torna insuscetível de uma conceituação específica ou, ainda, totalmente satisfatória. A respeito do assunto Alfredo José dos Santos afirma que, para se compreender o fenômeno da *joint venture*, é necessária a adoção de um procedimento que não se limite a enquadrá-lo em determinado tipo de legal, mas sim, que parta da descrição dos elementos de cada caso concreto, para compará-los com aqueles que caracterizam os vários modelos aos quais o

legislador há feito referência para disciplinar. Isso porque, segundo o autor, a *joint venture* possui uma “[...] contínua adaptação da regulamentação negocial à particularidade do negócio, sem a constrição de limites inderrogáveis impostos à manifestação da vontade negocial das partes”; o que, inclusive, lhe confere grande êxito no âmbito das relações econômicas e convencionais.¹⁶³

Exatamente em função dessa dificuldade em se indicar um conceito preciso para a figura, muitos autores buscam uma definição de *joint venture*, atrelada às suas principais características e, assim como menciona Maristela Basso, baseada na prática privada, nos contratos que lhe dão nascimento e, fundamentalmente, nas operações comerciais.¹⁶⁴ Nesse sentido, a mesma autora, sem se arriscar a engessar a figura das *joint ventures* a qualquer conceito restrito, elabora uma definição genérica, porém suficiente para o que se busca com este estudo: são mecanismos de cooperação entre empresas, que não têm forma específica, tendo em vista sua origem e seu caráter contratual: possuem natureza associativa (partilha dos meios e dos riscos), podendo apresentar objetivos e duração limitados ou ilimitados.¹⁶⁵

Pode-se sustentar, portanto, que os contratos de *joint venture* se constituem, de forma genérica, na associação entre duas ou mais empresas, por tempo determinado ou indeterminado, para a consecução de um objetivo específico, expresso em um instrumento contratual dotado da característica de se adaptar a qualquer ordenamento jurídico ou situação econômica em que estiver inserida. Justamente em função dessa facilidade, os contratos de *joint venture* passaram a ser muito utilizados na prática mercantil, principalmente no âmbito internacional.

Essa realidade se registra porque sempre que se busca a associação entre empreendimentos de diferentes países, uma barreira surge quando da formalização do instrumento contratual que regula a cooperação entre os empreendimentos; qual seja, a diferença entre os ordenamentos jurídicos dos países em que se sediam os empreendimentos envolvidos. Nessa esteira, como quando da formalização de um contrato de *joint venture*, esse obstáculo pode ser transposto com maior facilidade, já que desvinculado de qualquer legislação de cada Estado Nacional, essa figura acabou por ser adotada de forma reiterada em âmbito internacional.

¹⁶³ SANTOS, Alfredo José dos. Natureza jurídica dos acordos de joint ventures. **Revista de Estudos Jurídicos da Unesp**, Franca, v. 8, n. 12, p. 189-201, jan./dez. 2003.

¹⁶⁴ BASSO, Maristela. *Joint venture*: manual prático das associações comerciais. Porto Alegre: Livraria do advogado, 1998. p. 41.

¹⁶⁵ Ibid., p.41.

Existem diversas modalidades de contratos de *joint venture*. Entretanto, os principais são relativos à nacionalidade, à forma de associação e aos investimentos empregados pelos empreendimentos contratantes. Quanto à nacionalidade, os contratos de *joint ventures* podem ser nacionais quando formalizados por empresas com sede no território nacional e internacionais quando um dos envolvidos tem sede em outro país. No que se refere à forma de associação, o contrato pode ser dividido em *corporate joint venture*, quando envolve a criação de uma nova empresa para a consecução do objetivo perseguido pelas empresas contratantes e *non-corporate joint venture*, quando não há a criação de uma empresa, mas tão somente a conjugação de esforços em prol de uma finalidade. E, por fim, podem ser *equity joint venture*, nos casos em que todos envolvidos empregam capital para dar andamento ao projeto previsto no instrumento contratual e *non-equity joint venture*, quando o contrato é oneroso financeiramente apenas para um dos empreendimentos contratantes.

Entre as diversas finalidades de formalização de uma cooperação empresarial por meio de um contrato de *joint venture*, principalmente no âmbito do setor sucroalcooleiro, em foco no cenário internacional, destacam-se aquelas destinadas à transferência de tecnologia e ao aporte de capital por meio do investimento direto estrangeiro. Por meio dessas modalidades de contratação, as empresas estrangeiras podem investir no setor, com o objetivo de buscar lucratividade em termos de futuro. Nessa senda, investem capital ou transferem tecnologia, conhecimento, *know-how*, até concedem licença para o uso de marcas, patentes e modelos de utilidade, tudo com o intento de propiciar o crescimento das empresas do setor e, com isso, tornar-se partícipe dos lucros então aferidos. Ao estudar a utilização dos contratos de *joint venture* no setor sucroalcooleiro, Bonini Villela aponta esta modalidade de instrumento contratual, como estratégia utilizada pelos investidores estrangeiros, para participarem deste setor, que vem ganhando, cada vez mais, como já se destacou, grande importância no cenário econômico mundial.¹⁶⁶

Além dessas finalidades, entretanto, os contratos de *joint venture*, por sua natureza dissociada de forma definida, podem ser implementados pelos empreendimentos sucroalcooleiros para diversos outros fins, tais como a exploração de outras atividades,

¹⁶⁶ Bonini Villela afirma: “Atualmente, os contratos de *joint ventures* são largamente usados como forma de efetivação dos investimentos em vários países, inclusive o Brasil, sendo o instrumento pelo qual investidores estrangeiros já se estabeleceram neste país nos mais diversos ramos da economia, tais como alimentos, exploração de petróleo, telecomunicações e agronegócios, inclusive (e especialmente) na indústria canavieira. Tal tipo de associação dá a oportunidade ao empresário transnacional de atuar em diversos países distintos, contando com o apoio de diversas esferas produtivas e de empresas locais”. VILLELA, Ana Lucia Bonini. **A formação de *joint ventures* como alternativa para investimentos estrangeiros no setor sucroalcooleiro brasileiro**. 2008. 122 f. Dissertação (Mestrado em Direito do Comércio Internacional) – Faculdade de História, Direito e Serviço Social, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, 2008. p. 13.

compra de maquinários, modernização tecnológica, otimização do transporte ou da irrigação de determinada área, profissionalização dos órgãos administrativos e do quadro de funcionários, entre muitos outros. Todavia, sem um estudo direcionado, elencar os diversos usos para este tipo de contratação, não se mostra possível de forma precisa. Porém, o uso da figura vem aumentando expressivamente nas últimas décadas, daí o seu destaque como um dos propulsores do setor sucroalcooleiro, para a ascensão em nível internacional.

Os contratos de *joint venture* representam, portanto, mais uma modalidade de estruturação dos diversos agentes do setor sucroalcooleiro e são trazidos à análise no âmbito deste estudo, pois assim como outras modalidades de formatação, vêm propiciando o crescimento do setor e aumentando a sua importância no cenário internacional. Ademais, além de funcionar como estrutura organizacional dos empreendimentos sucroalcooleiros, como se apontou, os contratos de *joint venture* podem propiciar também a capitalização do setor, visto que serve como canal para direcionar o investimento direto estrangeiro nos empreendimentos envolvidos. A esse respeito, uma vez que o objeto deste estudo é o de demonstrar a viabilidade da abertura de capital, como estratégia empresarial, em especial no que se refere à capitalização de empreendimentos, importante que se demonstre, assim como no caso da formalização de contratos de *joint venture*, quais os meios utilizados pelos diversos agentes do setor, atualmente, em busca da capitalização.

3.2 Estratégias de Capitalização da Atividade Sucroalcooleira

Como qualquer outro agente econômico, os empreendedores do setor sucroalcooleiro, revestidos das diversas formações jurídicas acima apontadas, precisam, constantemente, capitalizar-se para operar no âmbito do setor agroindustrial. Seja para o início de suas atividades, quando da concepção do empreendimento ou, posteriormente, para a aquisição de novas unidades, compra ou restauração do maquinário, exploração de novos ramos de atividade, conquista de novos mercados, realização de campanhas de marketing ou, até mesmo, para restauração do passivo ou recuperação de um período de crise, a busca de crédito é natural e muito recorrente no meio empresarial.

Em verdade, o empreendedorismo depende de capital para a sua viabilização. Nesse sentido, a atividade econômica, para sair do imaginário humano e ser colocada em prática, vincula-se à aplicação de valores para ser viabilizada. Nessa conjuntura, para a aquisição ou locação de um espaço, construção de um estabelecimento, compra de maquinários, contratação de funcionários, aquisição de matéria-prima, enfim todos os passos necessários

para que uma atividade econômica tenha início, imprescindível um investimento inicial. Do mesmo modo, após o início das atividades, para que se mantenha em pleno funcionamento, altere-se ou se desenvolva, totalmente necessária, também, por outras reiteradas vezes, a injeção de novos investimentos.

Geralmente a aplicação desses valores, pelo menos de início, provém dos empreendedores que viabilizaram o negócio e nele depositaram a confiança de que rumará ao sucesso; culminando, posteriormente, em se logrando êxito com a atividade, com o retorno do capital investido. Com efeito, todavia, nem sempre os investidores possuem o capital necessário para empreenderem do modo como desejam. Em iguais condições, nem sempre é possível, quando necessária a recuperação, a alteração ou a ampliação do empreendimento, que os seus fundadores apliquem os investimentos necessários para que se cumpram essas finalidades.

Exatamente do outro lado deste cenário figuram, de modo a trazer alternativas para o empreendedorismo, aqueles que possuem capital excedente e podem aplicá-lo, a título de investimento em outros negócios, com a intenção de buscar lucro. Os investidores, nesse sentido, por disporem de recursos além de suas necessidades, podem direcioná-los para empreendimentos outros, que estão nascendo, alterando-se ou que precisam se recuperar. Logo, por meio do investimento, esses agentes visualizam a possibilidade de participar de outros negócios e, como consequência das mudanças que o capital proporciona, obter lucros; que se direcionam tanto para o empreendimento capitalizado, quanto para os que nele investiram. Ao tratar do assunto, Lameira classifica aqueles que precisam de capital, como deficitários, explicando que se encontram nessa condição por consumirem mais do que podem produzir. Por outro lado, aqueles que dispõem de capital são os superavitários, que se encontram nessa condição por produzirem mais do que consomem e assim formarem poupanças, ou reservas que podem se destinar ao investimento.¹⁶⁷

Em verdade, é justamente em função dessa necessidade de crédito por parte dos deficitários, combinada com a disponibilidade de crédito por parte dos superavitários, que existe e se mantém em pleno funcionamento o mercado financeiro. Enquanto de um lado estão aqueles que necessitam de capital para empreenderem, tanto na criação quanto na

¹⁶⁷ Lameira afirma ainda: “[...] verificamos que alguns indivíduos serão superavitários (pois sua renda será maior que o consumo), e outros indivíduos serão deficitários (pois sua renda será menor que o consumo desejado). Os deficitários, no propósito de satisfazer suas necessidades de consumo, poderão se utilizar de saldos acumulados em períodos anteriores, vender alguns de seus bens ou necessitarão de crédito. Os superavitários desejarão que suas poupanças sejam remuneradas através do recebimento de juros, referente ao “aluguel” desses recursos”. LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003. p. 4.

manutenção de suas respectivas atividades econômicas, de outro estão aqueles que possuem capital excedente e podem dele dispor com o objetivo de lucro; de modo que o meio para que esses interesses se conjuguem é, justamente, o mercado financeiro. A finalidade do Mercado Financeiro, como define Lameira, é o de “[...] servir como o canal que possibilita o acúmulo e a alocação com eficiências dessas poupanças, suprindo as necessidades de recursos dos agentes econômicos que desejam investir e proporcionando alternativas de investimentos para os superavitários.”¹⁶⁸

Nessa esteira, as atividades exercidas na esfera do mercado financeiro podem ser divididas em diferentes mercados, notadamente conhecidos por mercado de crédito, mercado monetário, mercado de câmbio e mercado de capitais. Não cabe no âmbito deste estudo que se faça uma digressão acerca de como se estruturam cada um desses mercados. Importa tão somente, que se delimite o âmbito de atuação de cada um deles. A esse respeito, no mercado de câmbio se concentram as operações que dependem da conversão de moedas para a sua realização. O mercado monetário, por sua vez, destina-se às operações de curto prazo, principalmente as que envolvem as relações governamentais e interbancárias. Em sequência, o mercado de crédito se presta a possibilitar a concessão direta de crédito, em operações de curto, médio e logo prazo, por meio de diversos tipos de instrumentos contratuais. Por fim, o mercado de capitais se destina às operações relacionadas à negociação de ativos empresariais e valores mobiliários, como demonstrado no capítulo anterior.

No âmbito desses diferentes mercados, os empreendimentos podem, de diversas formas, buscar a aceção de crédito para investirem no desenvolvimento de seus negócios. O mercado financeiro se presta justamente a isso e é dessa forma que propicia o empreendedorismo e possibilita a prática das diferentes atividades idealizadas pelo homem. Aliás, propiciar o acesso ao capital por meio do mercado financeiro, é exatamente a melhor forma, assim como aponta Eduardo Barrachina, para que se conquiste a maximização da produtividade e o aumento do desenvolvimento dos agentes econômicos.¹⁶⁹

Comum e necessário, portanto, que os diversos agentes econômicos busquem o financiamento, no mercado financeiro, como meio para crescerem e desenvolverem suas atividades. O mesmo ocorre, nessa esteira, no âmbito do setor sucroalcooleiro, cujas atividades envolvem a aquisição e manutenção de grandes extensões de terras, a compra de

¹⁶⁸ LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003. p. 2.

¹⁶⁹ Barrachina afirma sobre o assunto: “Desde um punto de vista de política financeira, resulta forzoso partir de que para maximizar la productividad y aumentar el desarrollo económico mediante los recursos disponibles, toda economía debe desarrollar los mecanismos necesarios que permitan el fácil acceso a la financiación, esto es, al capital”. BARRACHINA, Eduardo. **Derecho del mercado de valores**. Madrid: Difusion jurídica, 2011. p. 46-47.

maquinários para diversas fases da produção e processamento da cana-de-açúcar, o grande investimento em tecnologia, tanto para a otimização da produção, quanto para que se descubram novos usos para os subprodutos do setor, além de outras várias atividades que envolvem uma grande monta de despesas e, por certo, depende de muito investimento.

Uma vez que a proposta deste estudo é justamente demonstrar a abertura de capital como uma forma de capitalização dos empreendimentos do setor sucroalcooleiro, importante que se demonstrem, ainda que em linhas gerais, as principais formas utilizadas pelos empreendedores do setor, no sentido de terem acesso ao capital. Desse modo, importante que se demonstrem as principais estratégias dos empreendimentos sucroalcooleiros nesse sentido. Importa esclarecer que não é possível que se elenquem todos os meios utilizados, atualmente nesse sentido, porém os mais implementados são suficientes para os objetivos deste estudo.

Logo, interessante, por primeiro, que se demonstre a possibilidade de internalização de lucros por parte dos empreendedores, com a utilização de poupanças ou reservas, o financiamento junto ao setor financeiro, como meio de utilização de crédito concedido por terceiros, a aceção de créditos via fundos de investimento e ventures capital e, por fim, a capitalização através da emissão de títulos no mercado de capitais.

3.2.1 Internalização de Lucros

A internalização de lucros representa um dos primórdios e muito provavelmente a mais simples forma de aceção de capital, por ato de qualquer agente econômico. Essa prática consiste na injeção dos próprios lucros do empreendimento, como via para propiciar o crescimento, a recuperação do passivo ou a exploração de novos ramos de atividades. Com efeito, a maioria dos empreendedores acaba por aplicar, constantemente, o resultado de sua atividade em prol do fomento de seus próprios negócios. Nessa esteira, sempre que se encerra o balanço e se verifica um saldo positivo da equação entre receita e despesas, muito embora, reiteradas vezes, o resultado seja destinado tão somente aos sócios, em muitas oportunidades, ao menos parte do lucro obtido, acaba sendo direcionado como meio de impulsionar o próprio empreendimento.

Ocorre que a aplicação constante de lucros, nem sempre é suficiente para que grandes empreitadas sejam realizadas. Isso porque ainda que a lucratividade da empresa seja alta, investir em crescimento, criação de novas unidades, tecnologia, enfim, na ascensão da empresa, pode envolver investimentos significativos e muito além do que a empresa afere periodicamente, a título de lucro. Em verdade, empreender em prol da ascensão, geralmente

envolve projetos desenvolvidos justamente com essa finalidade, que, via de regra, dependem de vários, constantes e substanciais aportes de capital. Logo, em não se aferindo o lucro esperado, o projeto pode sucumbir, além de, concomitantemente, colocar o empreendedor em risco de perder todo o capital investido até então.

Como alternativa, é possível que o empreendimento acumule reservas poupando, a cada exercício, as parcelas de lucro que seriam direcionadas ao investimento em prol do crescimento e desenvolvimento das diversas atividades engendradas no seu âmbito de atuação. O capital necessário, então, é represado paulatinamente pelo empreendedor, para que seja utilizado somente quando atingidas as quantias necessárias para a implementação dos projetos idealizados.

Ocorre que, represar o capital que resulta dos lucros do empreendimento representa, muitas vezes, uma tarefa árdua para os empreendedores. A uma, porque o lucro obtido, ao revés da formação de uma poupança, pode ser destinado para os próprios sócios; o que, à primeira vista, pode parecer muito mais atraente do que a formação de poupança; A duas, porque nem sempre se verifica lucro significativo para o aporte de capital em vias de se propiciar o crescimento do empreendimento. Desse modo, ao se exercer uma atividade econômica sempre são necessárias novas aquisições, substituições de materiais, mudanças estruturais, consertos, enfim, alterações diversas, que exigem capital além daquele destinado às despesas. Por consequência, nessa esteira, o lucro obtido em cada exercício pelo empreendimento muitas vezes já possui destinação certa e pouco remanesce para ser aplicado, a título de reserva.

Portanto, ainda que a internalização de lucros represente uma das melhores formas de investimento nos negócios, visto que não há uma vinculação do empreendimento com terceiros, que exigiriam resultados e o retorno do capital investido, não se viabiliza de forma corrente a sua implementação, como forma de gerir grandes projetos de ascensão econômica. No entanto, não se nega, nesse ínterim, que a internalização de lucros é constantemente utilizada pelas empresas, no exercício regular de suas atividades, principalmente no que atine à consecução de projetos de menor porte, que envolvem parcelas de capital, consequentemente inferiores.

No âmbito do setor sucroalcooleiro, em que se registra a utilização de maquinários para semeadura, colheita, irrigação, bem como, em momento posterior ao da produção, marcado por várias fases relativas ao processamento da cana-de-açúcar, para obtenção dos subprodutos do setor, necessária a injeção constante de capital para a manutenção e para o aprimoramento dessas atividades. Nesse sentido, o capital represado pelas empresas

sucroenergéticas, caso seja possível o seu acúmulo, para investimento na empresa, pode, dessa forma, ser aplicado. Além, é claro, da aplicação desses valores em âmbitos maiores, para aquisição de maquinários, propriedades, implementação de projetos, quando as empresas conseguem represar o capital necessário para estes fins.

3.2.2 Financiamento Junto ao Setor Financeiro

Em não se viabilizando a internalização de lucros do próprio empreendimento para o investimento, resta como alternativa aos empreendedores buscar capital junto a terceiros. Com efeito, como se apontou, essa prática, além de reiterada no meio empresarial, viabiliza a dinâmica que movimenta o sistema financeiro nacional e seus diferentes mercados, que funcionam como meios de acesso ao crédito para os deficitários e, concomitantemente, propiciam oportunidades de investimento por parte daqueles considerados superavitários. Nessa esteira, no que atine ao financiamento do empreendimento, o acesso ao capital de terceiros pode se dar de diversas formas, entre as quais se destacam a acepção de crédito perante o setor financeiro, o investimento por meio de *privaty equity* ou *venture capital* e a emissão de títulos no mercado de capitais. No âmbito do setor sucroalcooleiro todas essas formas de acepção de créditos são comuns e bastante utilizadas, motivo pelo qual importa traçar algumas considerações acerca de cada uma delas.

O financiamento do empreendimento junto ao setor financeiro pode ser considerado como um dos meios de capitalização mais comuns e de mais fácil acesso aos empreendedores de modo geral. Esse tipo de aporte de capital é proveniente de diversas instituições financeiras, que concedem montantes de valores aos empreendimentos, por meio da formalização de instrumentos contratuais, que prevêm a devolução do valor concedido devidamente acrescido de juros, atualizações e demais encargos, em termos de futuro. Dentre as instituições financeiras que trabalham a concessão de crédito nessas condições, destacam-se os Bancos de Desenvolvimento, dentre os quais o mais importante é o BNDES, as Caixas Econômicas, os Bancos Comerciais, os Bancos de Investimento, as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, entre outras. Essas diferentes instituições, organizam-se, dentre outras atividades, no sentido de disponibilizar crédito aos empreendedores, com a expectativa de propiciar o fomento de suas respectivas atividades econômicas e, posteriormente, ver esse capital devolvido, devidamente acrescido de diversos encargos conforme estabelecido no instrumento contratual formalizado entre as partes.

Essa modalidade de investimento, muito embora se preste ao financiamento de qualquer agente econômico e para as mais diferentes finalidades, é utilizada principalmente por pequenas e médias empresas, tanto quando de sua constituição, quanto no exercício de suas atividades; tendo em vista que esses empreendimentos muitas vezes não conseguem atrair o capital de risco, os investidores internacionais, tampouco possuem capital aberto para a emissão de títulos no mercado de capitais. Assim como nos diferentes setores da economia, no âmbito do setor sucroalcooleiro, a concessão de créditos por instituições financeiras é extremamente recorrente e se opera por diferentes formatações contratuais, aplicadas a cada caso específico. Há, dessa forma, muitas linhas de crédito específicas para a atividade agroindustrial, que geralmente são oferecidas pelas instituições financeiras para dirigir o financiamento a determinados agentes econômicos, atividades ou fases da produção sucroalcooleira.

Importa destacar, dentre as diversas instituições financeiras que operam no sentido de formalizar contratos de concessão de crédito, as atividades do BNDES, que funciona como um importante agente do governo, no sentido de fomentar o empreendedorismo no Brasil. Como se apontou no início deste estudo, o BNDES mantém diversos programas de incentivo à agroindústria brasileira, tanto por meio da concessão de crédito (entre os quais, destaca-se o PASS, voltado exclusivamente à produção de álcool combustível), quanto por meio da participação, na esfera da indústria do capital de risco, com a subsidiária integral BNDESpar. Além do forte apoio do BNDES, principalmente voltado ao setor sucroalcooleiro, as outras instituições financeiras viabilizam, do mesmo modo, outras linhas de crédito e a possibilidade de aceção de capital, no âmbito do mercado de crédito.

A principal desvantagem que se visualiza na aceção de créditos pelos empreendimentos no setor financeiro, entretanto, refere-se à forma como se pactua o pagamento, em termos de futuro, dos valores aferidos quando da formalização do contrato. Isso porque, muitas vezes, as instituições envolvidas submetem a concessão de crédito a diversas exigências, em especial quando os agentes tomadores desses valores se encontram em situações de necessidade de recurso, culminadas com a dificuldade de acesso a outros meios de aceção de capital. Assim, os empreendimentos acabam se comprometendo a devolver o capital concedido com altos juros e encargos, mesmo sem saber se o investimento para o qual o capital será dirigido terá sucesso e promoverá o retorno esperado.

Portanto, ainda que importante para o desenvolvimento de qualquer atividade, inclusive do setor sucroalcooleiro, a aceção de crédito junto ao setor financeiro pode representar elevado comprometimento por parte dos tomadores desse crédito. E o capital pode

sair mais caro do que se visualizaria por meio de outras formas de capitalização disponíveis no âmbito do sistema financeiro nacional e factíveis a diferentes agentes do setor sucroalcooleiro. Nessa esteira, importa apontar a aplicação de valores nos empreendimentos sucroenergéticos por meio dos fundos de investimento, no cenário do capital de risco e, posteriormente, a capitalização por meio da emissão de títulos no âmbito do mercado de capitais.

3.2.3 Capitalização na Esfera da Indústria de Capital de Risco: *Venture Capital* e *Private Equity*

Outra forma de aceção de valores por parte das empresas do setor sucroalcooleiro, assim como perpetrado por diversos outros agentes econômicos, dá-se por meio de negociações orquestradas na esfera da indústria do capital de risco. Como importante e atual forma de financiamento e aprimoramento das técnicas administrativas e tecnológicas da atividade mercantil, essa indústria também opera no sentido de unir os interesses dos investidores com aqueles empreendimentos que precisam se capitalizar; porém o investimento é feito de uma forma diferente. No caso da indústria do capital de risco, o investidor adquire participação do capital social de um empreendimento, contribuindo financeiramente e administrativamente para sua ascensão econômica e tecnológica, para, então, aferir o lucro almejado.

A denominação ‘capital de risco’ provém exatamente da natureza do investimento, visto que o investidor assume os riscos da atividade em conjunto com o empreendimento que recebe o aporte de capital e o auxílio administrativo. Logo, o objetivo do investidor é contribuir para o desenvolvimento das atividades do empreendimento, para, em termos de futuro, com a valorização do capital social, dispor dessa participação, aferindo os lucros obtidos em função de sua atuação no negócio. Em síntese, o investidor entra no empreendimento para aprimorá-lo e valorizá-lo, para, posteriormente, retirar-se, aferindo ganhos em razão dos efeitos de sua atuação.

A indústria do capital de risco opera sob a forma do capital semente, do *venture capital* e do *private equity*. O capital semente se refere à formalização do contrato entre o empreendimento e o investidor no início da formação da empresa, de modo que, como sugere o vocábulo que o denomina, propicia o impulso inicial para que a empresa se constitua e se estabeleça no mercado. O *venture capital*, por sua vez, destina-se às empresas que já estão em funcionamento e que, por atuarem em ramos de atividade cuja possibilidade de ascensão é

significativamente acentuada, assim como no caso do setor sucroalcooleiro, atraem o interesse dos investidores. Esse tipo de investimento, via de regra, é canalizado a empresas de pequeno e médio porte, que, dada a grande possibilidade de crescimento, viabilizam a efetivação de negociações nesse sentido. Por fim, o *private equity* se concentra nos empreendimentos de maiores estruturas, com posição consolidada no mercado, cujos objetivos, via de regra, envolvem a possibilidade de abertura de capital, o que acaba por possibilitar a saída do investidor, após a operação de abertura, com a venda das ações e títulos adquiridos.

Ainda que o investimento por meio da indústria do capital de risco, como se apontou, se consubstancie em atividade significativamente arriscada, esse tipo de investimento tem aumentado progressivamente nos últimos anos. Nessa conjuntura, os principais protagonistas dessa atividade são os *bussiness angels*, os investidores institucionais, em especial os fundos de investimento, principalmente gestores de *venture capital* e *private equity* e os bancos de desenvolvimento, entre os quais se destaca, também, o BNDES, por meio de sua subsidiária integral BNDESpar.

A esse respeito, os *bussiness angels* são indivíduos com grande quantidade de capital em seu patrimônio, geralmente com experiência profissional, que dispõem de parte de suas fortunas para investirem em negócios com potencial chance de crescimento. Muito embora ainda pouco presentes no Brasil, os *bussiness angels* se responsabilizam, via de regra, pelos investimentos menos expressivos, destinados a empresas de menor porte.

Os investidores institucionais são entidades fechadas, que concentram capital no sentido de aplicá-lo, a título de investimento. Nessa conjuntura, destacam-se, como se apontou, os fundos de investimento, que se organizam sob a administração de um gestor ou de um grupo de gestores, que reúne a aplicação de diversos investidores privados para investi-lo de diversas formas, em busca da acepção de lucros. No que se refere à indústria de capital de risco, há fundos de investimento, entre outros, especializados na gestão de *venture capital* e *private equity*. Esses fundos, reunindo a aplicação dos seus poupadores, injetam em negócios sob essa modalidade de investimento, de modo a propiciar sua ascensão e acepção de lucro, com a sua retirada, em termos de futuro. A dinâmica do seu funcionamento se baseia na captação de recursos, seleção dos investimentos, negociação com as tomadoras do investimento, aplicação dos recursos e do auxílio de gestão e, posteriormente, em se atingido os objetivos relativos à ascensão administrativa, tecnológica e, principalmente, econômica, na retirada do fundo, de sua participação no empreendimento.

Por fim, os bancos de desenvolvimento também podem atuar como investidores no âmbito da indústria do capital de risco, o que, no caso brasileiro, viabiliza-se especialmente

por meio do BNDESpar, subsidiária integral criada pelo BNDES, justamente com esta finalidade. O BNDESpar, como se destacou no início deste estudo, é um importante aliado dos empreendimentos brasileiros, nessa modalidade de investimento, atuando tanto por meio do *venture capital* como do *private equity*. Com o objetivo de fomentar os empreendimentos com possibilidade de ascensão, há respectivamente, investimentos e auxílio no que se refere à implementação tecnológica e produtiva de empresas de pequeno e médio porte, bem como incentivos concentrados em empreendimentos de maiores estruturas, propensos à abertura de capital. No que se refere a este estudo essa alternativa se destaca, visto que serve como um importante auxílio para os agentes econômicos do setor que empreendem no sentido de buscar a abertura de capital.

Na esfera do setor sucroalcooleiro, esses investimentos, em especial quanto ao *venture capital* e ao *private equity*, são recorrentes, visto que, como se apontou, trata-se de um setor em grande destaque no cenário econômico mundial. Desse modo, possui as características propícias para atrair os investidores que atuam na esfera do capital de risco. Ademais, um dos pontos fundamentais que motivam a atividade da indústria do capital de risco é aprimorar a tecnologia de empreendimentos que podem crescer em função desse tipo de alteração. Com efeito, o setor sucroalcooleiro depende justamente de inovações tecnológicas para otimizar sua produção e a forma de processamento de seus subprodutos. Em estudo dirigido à relação do setor sucroalcooleiro com a indústria do capital de risco no Brasil, Martin Mundo Neto, destaca, exatamente sob esses mesmos aspectos, a grande atratividade do setor perante os investidores da indústria do capital de risco.¹⁷⁰

Porém, mais interessante ainda, principalmente no que atine a este estudo, desponta a canalização desse tipo de investimento em empresas com a possibilidade de abertura de capital. Nesse sentido, o *private equity* propicia à empresa os recursos e o auxílio administrativo necessário para a reorganização e para a construção do caminho no sentido da abertura de capital. As empresas sucroalcooleiras, portanto, com potencial para atrair esse tipo de investimento, ganham um aliado na empreitada para a abertura de capital, de modo que a

¹⁷⁰ O autor explica: “A indústria sucroalcooleira passou a estar entre as principais candidatas a receber investimentos de capital de risco. A justificativa principal estaria ligada ao caráter inovador do etanol enquanto tecnologia renovável. Os investimentos de *venture capital* estariam focados nas empresas que procuram aperfeiçoar a produção de etanol a partir da cana-de-açúcar, mas também desenvolvendo a tecnologia para obtenção de etanol de segunda geração: aquele obtido a partir da biomassa proveniente de outras fontes ricas em celulose”. MUNDO NETO, Martin. Desenvolvimento do mercado do etanol: aproximação da indústria sucroalcooleira e da indústria de capital de risco no Brasil. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM CIÊNCIAS SOCIAIS, 32., 2008, Caxambú. *Anais...* Caxambú: ANPOCS, 2008. Disponível em: <http://www.anpocs.org.br/portal/component?option=com_docman/task,doc_download/gid,460/Itemid,85>. Acesso em: 20 mar. 2011.

injeção desse tipo de investimento acaba por representar uma fase no processo percorrido pelo empreendimento, para se tornar uma sociedade de capital aberto. Até porque, um dos principais objetivos do *private equity* se consubstancia justamente no apoio à empresa, para se inserir no mercado de capitais, possibilitando ao investidor, em termos de futuro, o desinvestimento do capital investido, com a disponibilização das ações e títulos da empresa, no mercado de capitais. Acerca dessa possibilidade, Mundo Neto é categórico no sentido de apontar a indústria do capital de risco como via para a abertura de capital, pois os investidores operam como verdadeiros parceiros dos empreendimentos no sentido de lhes propiciar o capital necessário para viabilizar todo processo de abertura.¹⁷¹

A indústria do capital de risco representa, assim, uma importante forma para as empresas do setor no sentido de se capitalizar. No entanto, depende da atração do investidor, da negociação de um contrato respeitando os seus termos e da gestão dirigida, muitas vezes ao seu interesse. Ademais, após a saída do investidor, a empresa passa a depender unicamente da sua atividade administrativa e dos recursos que, a partir de então, forem gerados com as suas atividades; com exceção dos casos em que a abertura de capital, financiada e gerida com a ajuda do investidor, em que se manterá a possibilidade de capitalização. Nessa tessitura, como última forma de financiamento das empresas do setor sucroalcooleiro, vale ainda apontar a emissão de títulos no mercado de capitais, que representa um das formas mais interessantes e mais vantajosas de capitalização de empreendimentos.

3.2.4 Emissão de Títulos no Mercado de Capitais

A emissão de títulos no mercado de capitais consubstancia-se em um dos principais motivos pelos quais uma empresa abre o seu capital e passa a atuar no âmbito do mercado de capitais. Nessa modalidade de financiamento, que somente é permitida às sociedades anônimas abertas e, de forma bastante restrita, a emissores não registrados como companhias abertas (nas ofertas públicas de esforços restritos), a empresa pode emitir ações ou

¹⁷¹ Mundo Neto afirma: “Para as empresas que pretendem ingressar no mercado de capital os gestores de capital de risco se tornam um potencial parceiro no espaço financeiro, pois estes operam preparando as empresas para receber investimentos e, na maioria das vezes, para a abertura de capital. Os grupos que atuam na indústria do capital de risco têm como objetivo ingressar em negócios e (re)estruturá-los para que seu valor aumente significativamente, para depois, se retirarem realizando lucros que figuram entre os maiores do sistema capitalista”. MUNDO NETO, Martin. Desenvolvimento do mercado do etanol: aproximação da indústria sucroalcooleira e da indústria de capital de risco no Brasil. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM CIÊNCIAS SOCIAIS, 32., 2008, Caxambú. **Anais...** Caxambú: ANPOCS, 2008. Disponível em: <http://www.anpocs.org.br/portal/component/option,com_docman/task,doc_download/gid,460/Itemid,85>. Acesso em: 20 mar. 2011.

determinados valores mobiliários, para serem negociados no mercado de capitais, aferindo rendimentos com a venda desses papéis.

Ao se capitalizar, por essa via de financiamento, a companhia aplica no desenvolvimento de suas atividades e no aprimoramento de sua produção, de modo a aumentar sua lucratividade. Como consequência, a empresa, em termos de futuro, habilita-se a dividir lucros com todos os seus acionistas ou, então, a cumprir as obrigações contidas nos valores mobiliários por ela emitidos.

Um dos pontos mais interessantes dessa via de capitalização, como já se destacou anteriormente, consubstancia-se no fato de que proporciona, via de regra, um investimento de longo prazo, além de estar desvinculada do crivo do investidor quando da realização dos projetos que motivaram a emissão, tal como seria na aprovação da concessão do crédito em contrato de mútuo ou do aporte de capital via *venture capital* ou *private equity*. Ademais, como também já salientado, a empresa de capital aberto pode emitir novos títulos, objetivando capitalizar-se, a qualquer tempo; de modo a se valer da emissão de diferentes títulos, sempre que necessário novo financiamento. Ainda que novas ofertas estejam vinculadas a diversos fatores, como a conjuntura atual do mercado, o sucesso da empresa e a aprovação da oferta pela CVM, o fato da companhia ter acesso a um capital de longo prazo e de forma reiterada é extremamente vantajoso no sentido de lhe propiciar a implementação de projetos em prol de sua ascensão tecnológica, administrativa e econômica.

Além disso, atualmente o mercado de capitais representa uma das mais importantes vias para a capitalização de um empreendimento, pois nele se concentram grande parte dos investimentos voltados ao empreendedorismo. Com efeito, esse mercado propicia aos investidores um ambiente de negócios extremamente atraente, pois a compra e venda de ações e valores mobiliários, especialmente com as inovações tecnológicas que inseriram, via negociações na internet, são instantâneas e podem ser realizadas em qualquer horário do dia. Há, portanto, muitos investidores, no âmbito do mercado de capitais, em busca de ações e valores mobiliários de empresas das mais diferentes áreas e ramos de atividade para realizarem suas aplicações.

Como se não bastasse, em detrimento das outras formas de financiamento, o mercado de capitais propicia às empresas uma realidade bastante diferente, pois a capitalização decorre da disponibilização de títulos para a negociação de forma anônima, além da possibilidade de negociação livre, no mercado de capitais. O investidor pode, portanto, negociar o título a qualquer tempo, vindo a desinvestir os valores aplicados sempre que julgar conveniente, o que

torna ainda mais dinâmico o mercado de capitais e vantajosa a capitalização das companhias por essa por essa via.

Não obstante, a empresa de capital aberto possui as vantagens de se estruturar por meio de uma gestão especializada (até mesmo em função das exigências da CVM e do mercado de capitais), possui maior credibilidade, conta com maiores possibilidades no sentido de buscar o mercado externo, melhora sua imagem institucional, pode proporcionar melhores condições para seus funcionários, enfim, sofre uma grande e positiva reestruturação em prol de seu crescimento.

No âmbito do setor sucroalcooleiro, entretanto, muito embora grandes sejam as vantagens da estrutura das sociedades anônimas, principalmente no que se refere à capitalização com a emissão de ações e valores mobiliários no mercado de capitais, poucas são as iniciativas de empreendimentos no sentido da abertura de capital. Há algumas iniciativas de grupos que se lançaram no mercado de capitais e de outros que apresentam publicamente intenções nesse sentido. Porém, dada a grande importância do setor, atualmente, o grande número de empreendimentos voltados a esta atividade e o interesse do investidor internacional nas vantagens econômicas de se investir na produção de açúcar e álcool combustível, é viável a outros empreendedores a busca pela abertura de capital, como estratégia de reestruturação jurídica e econômica. A esse respeito, importa traçar, como essa possibilidade é encarada pelos empreendedores sucroalcooleiros, no que se refere às dificuldades para sua implementação e vantagens que decorreriam dessa empreitada.

CAPÍTULO 4 ABERTURA DE CAPITAL COMO ESTRATÉGA PARA O FOMENTO DE EMPRESAS DO SETOR SUCROALCOOLEIRO

Conforme delineado ao longo deste estudo, o setor sucroalcooleiro, atualmente, reúne grande importância na esfera econômica mundial, tanto em função da extensa produção do açúcar, que sempre destacou o Brasil perante os outros países produtores, quanto em decorrência da recente produção de etanol e álcool anidro, que ganharam destaque nas últimas décadas, como fontes energéticas viáveis para substituírem os combustíveis fósseis. Como consequência, ultimamente, o setor vem sofrendo uma série de mudanças estruturais, tanto de ordem tecnológica e industrial, quanto ligadas a administração e gestão dos respectivos empreendimentos sucroalcooleiros, tudo em vias de se otimizar a produção e a qualidade de seus subprodutos, de modo a tentar suprir a alta demanda pelo açúcar e álcool combustível, em nível mundial.

Com efeito, as diferentes empresas ligadas a produção sucroalcooleira, em função de todas essas mudanças, passaram a buscar estratégias para crescer, desenvolver-se e, de modo geral, dada a ascensão do setor, como um todo, a se manter ativas no mercado. Logo, passaram, entre outras ordens de alterações, a se organizar em conjunto, sob a tônica do fenômeno concentracionista, bem como a absorver capital junto ao setor financeiro e a indústria do capital de risco, com o propósito de aprimorar suas técnicas administrativas e de produção.

Registrou-se, portanto, no setor, uma onda de fusões e aquisições, que tornaram alguns empreendimentos maiores e mais fortes no mercado, bem como a formação de grupos de sociedades ou, ainda, a organização de diferentes empreendedores em cooperativas, consórcios de sociedades, além da formalização de parcerias e *joint ventures*, que propiciaram a atuação unificada de diferentes agentes econômicos na produção sucroenergética. Não obstante, além dos já reiterados contratos de concessão de crédito formalizados junto a instituições financeiras, verificaram-se, também, a entrada de investimentos por meio dos famigerados *venture capital* e *private equity*, que permitiram a participação do investidor da indústria do capital de risco em um setor em considerável ascensão.

O crescimento do setor, entretanto, permanece em voga, de modo que, além da onda de expressões concentracionistas acima retratada e da injeção de capital por diferentes investidores, tornou-se inevitável, também, a participação de empresas deste setor no mercado de capitais. Como modalidade característica de grandes estruturas empresariais, registraram-se, nesse sentido, no setor sucroalcooleiro, iniciativas, por parte dos grandes conglomerados

que se formaram, voltadas à ideia da abertura de capital e, por consequência, da negociação de ativos no âmbito do mercado de capitais. Essas iniciativas culminaram com a abertura de capital de alguns empreendimentos sucroalcooleiros, que, por consequência, atualmente, já empreendem nesse sentido. Isso, além da manifestação através da mídia, por parte de outros, que vêm alimentando essa possibilidade e tomando algumas das providências consideradas necessárias para que se formalize ou que se torne viável, em termos de futuro, o processo de abertura de capital.

Ocorre que, como se demonstrou nos capítulos anteriores, a formatação da sociedade anônima aberta é extremamente viável para que se propicie o crescimento e a manutenção de empresas de diferentes setores e áreas de atividade. Considerando-se, nesse sentido, a grande ordem de mudanças que vêm sendo registradas, no âmbito do setor sucroalcooleiro, diversos grupos e conglomerados possuem condições para empreender nesse sentido. Ademais, futuramente, outros empreendimentos, dado o modo como a indústria sucoenergética vem crescendo, fatidicamente se encaminharão para a reestruturação empresarial, no sentido de se formatarem como sociedades anônimas e, por conseguinte, virem a negociar ativos no âmbito do mercado de capitais.

Como tônica desse estudo, importa levantar, de modo a seguir a linha de raciocínio aqui traçada, quais as principais dificuldades enfrentadas pelos empreendimentos sucroalcooleiros, que poderiam lançar mão da abertura de capital, de modo a se destacar, nessa esteira, o que impede alguns empreendedores de se arriscarem nessa empreitada ou dificultar a aplicação dessa ideia. Ademais, por outro lado, importante que se demonstre quais motivos que levam os empreendimentos a adotarem o modelo das sociedades anônimas abertas e quais as vantagens que podem advir da abertura de capital.

4.1 Dificuldades para a Abertura de Capital de Empresas do Setor Sucroalcooleiro

A abertura de capital, como já delineado, representa uma mudança radical nas estruturas societária, administrativa, jurídica e econômica de um empreendimento. Envolve a adoção de uma série de medidas em vias de adequar a organização da empresa às exigências legais e às práticas necessárias para que se empreenda como sociedade anônima aberta. Logo, a decisão pela abertura de capital é muito delicada e depende de diversos fatores distintos, dentre os quais se destacam a vontade e a opinião dos diferentes sócios, a disponibilidade financeira, a credibilidade, a estrutura jurídica da sociedade, além da posição do mercado de capitais, acerca do ramo de atividades empreendido, do empreendimento que caminha nesse

sentido. A esse respeito, Casagrande Neto, Souza e Rossi, apontam como obstáculos que se colocam frente a essa decisão, desde aspectos relacionados à personalidade do empresário até dados técnicos da companhia e da emissão, além dos custos envolvidos no processo de abertura.¹⁷²

Um dos primeiros obstáculos à abertura de capital de empresas brasileiras se refere à cultura do empresariado brasileiro. Com efeito, em detrimento do que se registra em outros países, como nos Estados Unidos e no Japão, como destaca Cordeiro Filho¹⁷³, o modelo da sociedade anônima aberta e as negociações no âmbito do mercado de capitais, ainda podem ser considerados como muito pouco explorados no Brasil. A título de exemplo, no setor sucroalcooleiro, como se destacou, são incipientes, ainda, as iniciativas em prol da abertura; muito embora grande seja o potencial do setor, o interesse dos investidores e as possibilidades de sucesso nessa empreitada.

Essa cultura, todavia, vem se alterando gradativamente e cada vez maior é a participação dos empreendimentos e dos investidores no mercado de capitais. Ademais a alteração desse cenário é fundamental para o aumento das negociações na esfera do mercado de capitais e, concomitantemente, para o crescimento dos empreendimentos que dele participam.

Outro ponto relativo a cultura dos empresários brasileiros reside na instrução de alguns dos sócios dos empreendimentos que podem empreender nesse sentido. Em muitos casos, especialmente nas empresas de natureza agroindustrial, como no setor sucroalcooleiro, há sócios que não possuem grandes conhecimentos acerca da estrutura jurídica de uma sociedade, das possibilidades de alteração de seu modo de constituição, tampouco do mercado de capitais e das negociações que podem ser formalizadas nessa conjuntura.

Assim como ilustram Casagrande Neto, Souza e Rossi, o desconhecimento do mercado de valores mobiliários ou apenas a falta de uma instrução acadêmica, fazem com que o empreendedor descarte, desde logo, a possibilidade de abertura de capital.¹⁷⁴ Segundo

¹⁷² Os autores apontam os motivos que obstaculizam a abertura: “[...] a decisão de abrir o capital de uma empresa é complexa e envolve desde aspectos relacionados à personalidade do empresário até dados técnicos da companhia e da emissão. Além dos custos envolvidos já mencionados anteriormente, são vários os motivos alegados para a não-abertura (no caso de empresas novas) ou pequena utilização do mercado (no caso de companhias já abertas) [...]”. CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed São Paulo: Atlas, 2000. p. 44.

¹⁷³ Cordeiro Filho afirma: “O mercado de ações e debêntures não desempenhou, no Brasil, um papel tão relevante quanto em alguns países, como os Estados Unidos e Japão, onde a massa de recursos canalizada através de lançamentos teve e tem participação substancial no volume geral de capital de investimento”. CORDEIRO FILHO, Ari. **Manual de abertura das companhias**. Rio de Janeiro: IBMEC: APEC, 1981. p. 5-6.

¹⁷⁴ CASAGRANDE NETO; SOUZA; ROSSI, op. cit., 47.

apontam esses autores, os empreendedores alimentam crenças falsas, que surgem exatamente em virtude desse desconhecimento, tais como a “possibilidade de perda do controle acionário”, “o comprometimento do sigilo empresarial”, a possibilidade de que “[...] a concorrência irá aproveitar-se da transparência da companhia aberta” ou o fato de que “[...] a empresa será mais vigiada pelo governo.”¹⁷⁵ Nesse sentido, influenciados por ideias dessa natureza, repelem a possibilidade de abertura de capital e, por consequência, permanecem alheios às negociações empreendidas na esfera do mercado de capitais e às vantagens que podem advir da alteração para essa modalidade societária.

A solução para esse tipo de desconhecimento envolve a disseminação de informações relativas à possibilidade de abertura e ao funcionamento do mercado de capitais, bem como a profissionalização e qualificação dos funcionários da empresa. Logo, em se alterando o caráter administrativo, para a inserção de profissionais qualificados, que tenham conhecimento da nova realidade do mercado e que possuam concepções de mercado e administração suscetíveis a mudanças, a possibilidade de abertura de capital se torna mais factível e aplicável em empreendimentos tais como os ligados à produção de açúcar e álcool combustível.

Ainda no que se refere à cultura de alguns dos empresários brasileiros, como obstáculo para a reestruturação da sociedade, para que se revista do modelo da sociedade anônima aberta, aparece como outro ponto, a formação familiar dos empreendimentos. Conforme levantado no capítulo anterior, grande parte das empresas brasileiras, especialmente no que se refere ao setor em foco, foi criada e permanece gerida por famílias que dividem o controle e a gestão desses empreendimentos. Há, nessa senda, uma característica bastante peculiar nas empresas brasileiras, que se nota de forma bastante acentuada nos empreendimentos agroindustriais, tais como no caso do setor sucroalcooleiro, que se refere ao apego dos sócios pelo controle da empresa. Isso acontece, pois em muitos casos o empreendimento foi criado por membros antepassados da família, de modo que, gera-se, nesse sentido, uma cultura de que os negócios devem ser mantidos nas mãos dos membros da família; o que é pregado ao longo das várias gerações em que se perpetram os negócios da família.

¹⁷⁵ MUNDO NETO, Martin. Desenvolvimento do mercado do etanol: aproximação da indústria sucroalcooleira e da indústria de capital de risco no Brasil. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM CIÊNCIAS SOCIAIS, 32., 2008, Caxambú. *Anais....* Caxambú: ANPOCS, 2008. Disponível em: <http://www.anpocs.org.br/portal/component?option=com_docman/task/doc_download/gid,460/Itemid,85>. Acesso em: 20 mar. 2011. p. 47.

Mundo Neto destaca, a esse respeito, a vontade de crescer, obstaculizada pelo apego familiar ao controle das empresas do setor.¹⁷⁶

Nessa conjuntura, a ideia de transformar a empresa em uma sociedade anônima, cujas ações serão negociadas no âmbito do mercado de capitais, podendo ser adquiridas por investidores diversos, desconhecidos e que poderão influenciar diretamente na condução das atividades da empresa, podendo apresentar ideias diferentes do que pensa e prega o grupo familiar, é repugnado por uma parcela considerável dos empresários brasileiros. Ainda que a abertura possa ser considerada como uma evolução do empreendimento, no sentido de se implementar o crescimento da sociedade, muitas vezes as ideias relativas a abertura são barradas justamente nessa cultura de manutenção do controle da empresa no círculo familiar dos empresários brasileiros.

Logo, qualquer iniciativa relativa à abertura, em uma empresa tomada por esse tipo de pensamento, depende de um processo de convencimento e de mudança da cultura dos sócios do empreendimento que sejam apegados a essa questão familiar; além da possibilidade de aplicação de estratégias organizacionais, no caso dos grupos, principalmente, em que se mantém o controle do empreendimento nas mãos dos sócios originais da sociedade em processo de abertura.

A respeito de todos esses obstáculos apontados, as perspectivas vêm se alterando nas últimas décadas. Em favor do crescimento do setor e da maior participação dos empreendimentos sucroalcooleiros no mercado de capitais, de acordo com Mundo Neto, vem sendo registrado, gradativamente uma alteração do controle familiar, pelo controle profissional dos empreendimentos; o que contribui significativamente para a evolução da cultura do empresariado aumentando as possibilidades de alterações em prol do crescimento dos empreendimentos do setor, tal como ocorre quando da abertura de capital.¹⁷⁷

¹⁷⁶ O Autor afirma, a esse respeito: “Alguns industriais estão aderindo à alternativa de expandir o negócio alavancando-o por meio de dívida e possível abertura de capital. Mas a ideia de perder o controle sobre os negócios não soa bem para os membros das famílias que historicamente estão no controle. MUNDO NETO, Martin. Desenvolvimento do mercado do etanol: aproximação da indústria sucroalcooleira e da indústria de capital de risco no Brasil”. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM CIÊNCIAS SOCIAIS, 32., 2008, Caxambú. **Anais....** Caxambú: ANPOCS, 2008. Disponível em:

<http://www.anpocs.org.br/portal/component/option,com_docman/task,doc_download/gid,460/Itemid,85>.

Acesso em: 20 mar. 2011.

¹⁷⁷ Mundo Neto complementa: “A estrutura de controle familiar, historicamente dominante na indústria sucroalcooleira, gradativamente, se transforma em estrutura de controle profissional. É crescente a preocupação com a profissionalização da gestão, principalmente através da adoção de sistemas de gestão, ERPs, reengenharias e contratação de consultorias. Nas empresas de capital fechado a contratação de consultorias técnicas, financeiras e jurídicas; nas empresas de capital aberto a governança corporativa”. MUNDO NETO, op. cit., on-line.

Superadas as questões relativas à cultura dos empresários brasileiros ou seja, às barreiras levantadas pelos empreendedores, no sentido de descartarem a opção da abertura de capital como meio de reestrutura e impulsionar o empreendimento ao crescimento, importa mencionar os pontos que dificultam a edificação da ideia ou seja, a efetiva abertura de capital.

Como se demonstrou detalhadamente ao longo deste estudo, após a decisão, pelos sócios, no sentido de abrirem o capital, diversas são as fases que envolvem a alteração da estrutura jurídica da empresa. A primeira providência, desse procedimento, envolve a realização de uma série de estudos de viabilidade, que se prestarão a contabilizar quais as vantagens e desvantagens dessa opção, em cada caso concreto. Nesse sentido, profissionais ligados à área econômica, jurídica e ao mercado de capitais, de modo geral, realizam pesquisas com a finalidade de tentar prever a viabilidade da abertura, as consequências econômicas a serem percebidas pela empresa, bem como a aceitação dos títulos a serem emitidos no mercado de capitais.

A realização desse trabalho é fundamental para a decisão quanto à abertura de capital, visto que se a pesquisa realizada resultar em perspectivas negativas de mercado, quanto à viabilidade de se empreender nesse sentido, a empresa deve descartar a hipótese de abertura ou implementar as modificações necessárias em prol desse objetivo, para, somente em termos de futuro, superados os motivos que inviabilizaram a abertura, aventar novamente essa possibilidade. Como levantado anteriormente, o empreendimento que abre o capital em uma fase positiva, tem chances muito maiores de ter sucesso na abertura de capital, do que uma empresa que venha enfrentando um momento de dificuldades. Com efeito, os investidores têm muito mais interesse em investir em empresas que já vem apresentando sucesso, do que naquelas que buscam o mercado justamente para tentar se livrar de uma crise.

Ademais, existem outros diversos fatores que influem na possibilidade de sucesso da empresa no mercado de capitais, como a demanda pelos produtos e serviços de determinado setor ou área de atividade no cenário econômico mundial, a situação do mercado de capitais e dos investidores, no que se refere às negociações de modo geral, a situação econômica e política do país, que pode influir nas reações do mercado, entre muitas outras. O apontamento pelos estudos de que o momento no mercado não é viável para a abertura, que a empresa não possui as condições necessárias ou, ainda, que reestruturações devem ser feitas, para que seja então empreendida a abertura, pode ser encarado por muitos empreendedores como outra dificuldade para a realização dessa alteração estrutural nos empreendimento.

Algumas empresas, portanto, em decorrência do resultado desses estudos, acabam por abandonar a ideia de abertura, de modo a recorrerem a outros meios, para se capitalizarem e

empreenderem, em termos de crescimento. No entanto, como se demonstrou, é possível que a empresa tome providências para se reestruturar de modo a criar as condições necessárias para abertura ou, ainda, aguardar melhores momentos de mercado, para que novos estudos sejam feitos sobre a viabilidade da empreitada, até que sobrevenham resultados positivos para a efetivação do propósito de abrir o capital. Nessa senda, os resultados negativos dos estudos de viabilidade devem, por outro lado, ser aplicados no sentido de se aguardar o melhor momento do mercado ou se identificar quais os defeitos da empresa, no que se refere à sua credibilidade, aceitação no mercado, profissionalização da administração e dos funcionários, entre outros, de modo a funcionar como um meio para que esses problemas sejam sanados, em prol da preparação para a abertura de capital em um momento posterior.

Outro aspecto relativo às providências para que se empreenda a abertura, refere-se à reestruturação do empreendimento, para que se formate adequadamente a realização do procedimento, bem como para que se formate como sociedade anônima aberta. A esse respeito, como já delineado no capítulo anterior, antes que se empreenda uma abertura de capital, são realizadas diversas alterações estruturais do empreendimento. Em se tratando de um grupo de empresas, por exemplo, pode ser empreendida uma reorganização do grupo e da linha de controle e interdependência entre as empresas envolvidas, de modo que se viabilizem, da melhor forma possível, as técnicas relativas à abertura. Além disso, são realizadas, também, diversas mudanças relativas ao modo como se organiza e se formata a sociedade, com a criação de novos órgãos, contratação de gestores e funcionários, realização de registros, entre vários outros, de modo a adequá-la às exigências legais, para que atue como uma sociedade anônima aberta.

Todas essas alterações podem ser encaradas negativamente pelos sócios do empreendimento que, em muitos casos, refutam modificações estruturais muito significativas, geralmente com receio de perder o controle do empreendimento ou de encaminhá-lo para o insucesso, em virtude das modificações efetuadas. No entanto, em verdade, essa reestruturação representa um caminho natural que deve ser encarado por qualquer empresa que abre o capital, visto que propicia, da melhor forma possível, a alteração para os moldes empresariais, no sentido de que se empreenda como sociedade anônima aberta.

Nessa mesma linha, outro aspecto que influi na aceitação da ideia de abertura de capital se refere ao sucesso da empresa sob a modalidade societária que foi constituída e na disponibilidade de recursos suficientes para a manutenção de suas atividades da forma como estão. Como se demonstrou ao longo deste estudo, a abertura de capital funciona como verdadeira forma de financiamento das companhias, pois permite que sejam negociadas, no

mercado de capitais, ações e valores mobiliários por ela emitidos, justamente com o propósito de se capitalizar. Logo, muitos empreendimentos que se deparam com a possibilidade de abertura de capital, o refutam sob a escusa de que já possuem recursos suficientes para se manterem ativos no mercado. Nesse sentido, acreditam, também por falta de conhecimento do funcionamento do mercado, que podem deixar essa opção, de abertura de capital, para momento outro, quando efetivamente precisarem de recursos.

Muito embora seja possível a abertura de capital em momentos outros, quando a empresa de fato necessite de capital, essa opção tem se revelado desfavorável ao sucesso da operação. Com efeito, a empresa que passa por dificuldades não é bem aceita pelo mercado de capitais, de modo que os títulos que serão emitidos quando da abertura, por certo, terão valor muito menor do que teriam se a empresa tivesse optado por se lançar no mercado, em períodos de bons momentos. Desse modo, a possibilidade de abertura de capital se revela muito mais conveniente para empresas que vêm empreendendo com sucesso e que, em função disso, poderão desenvolver novos projetos que a impulsionaram ao crescimento, bem como as resguardarão, para lançar mão de ações e títulos, com o objetivo de se capitalizar, em momentos de dificuldade financeira. Do mesmo modo, para que os empreendedores do setor sucroalcooleiro tenham ciência dessas possibilidades, necessária a instrução e a profissionalização dos gestores, que possuem maiores condições de guisar as empresas ao crescimento e à tomada de decisões nesse sentido.

Outro ponto que pode ser encarado como um obstáculo pelos sócios do empreendimento se refere aos custos da formalização do empreendimento. Como já destacado anteriormente, o processo de abertura de capital envolve diversas fases, marcadas por uma série de procedimentos bastante complexos. Conforme se apontou inicialmente, são realizados diversos estudos de viabilidade, efetivados por diversos profissionais das áreas jurídicas, contábeis e ligados ao mercado de capitais. Em sequência, o processo de abertura envolve a já repisada reestruturação do empreendimento, com a reorganização estrutural e adequação aos moldes da sociedade anônima. Ainda nessa linha, há a necessidade de contratação de uma instituição financeira (*underwriter*) para gerir todo o processo de abertura e, posteriormente, de um *pool* de instituições financeiras para distribuir as ações ou valores mobiliários emitidos. Isso tudo, além da realização dos registros perante a CVM, Bolsas de Valores e Mercados de Balcão onde os papéis ou títulos serão, respectivamente, negociados.

Com efeito, todos esses procedimentos envolvem diversos custos, já que todos os envolvidos não de ser remunerados. Ademais, os valores envolvidos são deveras significativos, pois decorrem de operações complexas, perpetradas por profissionais

qualificados e especializados em áreas específicas de atuação, relacionadas à abertura e ao mercado de capitais.

A esse respeito, ainda que após a abertura a empresa perceba uma capitalização significativa, que pode superar, com folga, todo o saldo aplicado nos procedimentos necessários para a abertura, dispor desses valores desestimula vários empreendedores a optar pela abertura. Para contornar esse obstáculo, necessária a conscientização dos sócios do empreendimento de que os custos serão posteriormente revertidos em lucros, decorrentes da capitalização e que a empresa se encontrará em uma diferente realidade, que a direcionará ao crescimento e à possibilidade de aferição de lucros muito maiores. Ademais, a abertura de capital pode contar com linhas de financiamento específicas do setor financeiro ou da indústria de capital de risco, como já apontado, por meio do *venture capital* ou *private equity*, que, interessados nas possibilidades decorrentes da emissão de ações e valores mobiliários, pela então nova companhia, podem formalizar contratos com o intuito de obter o capital necessário para que se efetive todo o procedimento de abertura.

Os aspectos acima apontados representam as principais dificuldades para que uma empresa se decida por abrir o capital. No caso do setor sucroalcooleiro, objeto deste estudo, todos esses pontos se fazem concretamente presentes nos bastidores dos empreendimentos com potencial para se constituírem como sociedades anônimas. Nada obstante, como já se pautou, o setor sucroalcooleiro está em latente crescimento e o interesse do mercado internacional pelo açúcar e álcool combustível brasileiros e dos investidores no sentido de aplicarem na ascensão das empresas sucroalcooleiras aumenta constantemente. Portanto, inevitável que cada vez mais empreendimentos do setor se revistam do modelo societário das sociedades anônimas, de modo a fazerem parte do mercado de capitais, para, nesse sentido, capitalizar-se e crescer, desenvolvendo e otimizando suas atividades.

Ademais, como se ressaltou, todas as dificuldades acima apontadas são contornáveis e, para tanto, dependem, em sua maioria, da alteração da cultura dos empreendedores no sentido de ampliar o acesso a informações relativas ao mercado de capitais e a estruturação da sociedade anônima aberta. Além disso, outras barreiras, tais como a reestruturação do empreendimento, a adequação do quadro administrativo ao modelo da sociedade anônima e os custos decorrentes de toda a operação, decorrem do processo natural para a abertura de capital e todos os aspectos eventualmente encarados negativamente pelo empreendedor, são fatidicamente compensados com a grande possibilidade de ascensão da companhia, dadas as novas perspectivas.

4.2 Efeitos da Implantação da Estratégia de Abertura de Capital no Setor Sucroalcooleiro

Tomadas todas essas providências em prol da abertura de capital, a empresa se vê com sua estrutura jurídica transformada e, a partir de então, como sociedade anônima aberta, passa a ter os seus papéis negociados no âmbito do mercado de capitais e a gozar de vantagens decorrentes exclusivamente dessa modalidade societária. Para efeito de cumprimento do propósito deste estudo, importante que se identifiquem as principais dessas vantagens, especialmente no que atine à diferenciação deste modelo societário dos outros de que já se revestiu ou que poderia se revestir a sociedade; bem como que se demonstrem quais dessas vantagens se refletem positivamente no âmbito do setor sucroalcooleiro e sob quais aspectos.

Conforme outrora delineado, diversas são as vantagens decorrentes da transformação de uma sociedade em anônima aberta. A esse respeito, é válido, nessa conjuntura, ressaltar esses benefícios, especialmente no que se referem ao setor sucroalcooleiro, foco deste estudo. Inicialmente, uma das principais vantagens de uma sociedade anônima com relação às demais, consubstancia-se na sua forma de capitalização. Em detrimento das demais formas de organização jurídica dos agentes econômicos¹⁷⁸, as sociedades anônimas abertas possuem a grande vantagem de poderem emitir e negociar títulos no mercado de capitais, atraindo grandes investimentos em prol da otimização de suas estruturas e do seu crescimento econômico. Nesse sentido, tanto quando da abertura, quanto em momentos outros, em que precisem de capital para a consecução de algum objetivo, as sociedades anônimas abertas podem se valer da emissão de novas ações, da utilização de suas reservas, ou do lançamento de diversos outros títulos, como as debêntures e notas promissórias, para o seu respectivo financiamento.

Essa forma de capitalização é deveras vantajosa, por diversos motivos, em especial pelo fato de que se viabilizam através da oferta de títulos que podem ser negociados livremente no âmbito de mercado de capitais; o que confere a esses papéis, ademais, uma liquidez extremamente atraente para o público investidor. Não obstante, a aquisição e a venda de ações, debêntures e outros valores mobiliários são extremamente rápidas e fáceis, podendo, inclusive, no presente, ser formalizada a qualquer tempo e de qualquer lugar, em decorrência

¹⁷⁸ Com exceção da oferta pública de esforços restritos, que permite que emissores não registrados como companhias abertas, emitam alguns títulos específicos, arrolados na Instrução CVM nº 476, a serem ofertados a 'investidores qualificados' (elencados no artigo 109 da Instrução CVM nº 409) e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, além de outras exigências elencadas na referida instrução normativa.

da disponibilização de ferramentas para sua negociação, por meio da internet; o que atrai ainda mais o público investidor.

A esse respeito, a liquidez dos papéis negociados no mercado de capitais proporciona um grande benefício aos investidores, pois, em desfavor de outros tipos de investimentos, seus portadores podem deles se desfazer a qualquer tempo e desinvestir os valores de forma extremamente rápida. Outrossim, é possível ao investidor, a depender de diversas variáveis do mercado, aferir grandes lucros em pouco tempo. Nesse sentido, são diversas as operações realizadas por operadores do mercado, que adquirem e vendem diversos papéis, diariamente e, até, por várias vezes ao dia, buscando, justamente, aferir grandes montantes de lucro, em tempo recorde.

Com a conjunção dos interesses das sociedades anônimas com a do público investidor, por meio da possibilidade de negociação desses títulos, registra-se cada vez mais um aumento na quantidade de recursos aplicada a título de investimento no mercado, bem como do número de operações efetuadas diariamente pelos investidores. Daí a vantagem, por parte de qualquer empreendimento, no sentido de participar do mercado, dispondo de títulos para serem ofertados e negociados, o que é ainda potencializado em virtude da possibilidade de emissão de outros novos títulos, para o seu financiamento.

Para o setor sucroalcooleiro, a funcionalidade desta via de capitalização é extremamente vantajosa. Como se destacou, ainda são poucas as iniciativas de empreendimentos do setor sucroalcooleiro que abriram o capital ou que sequer levantaram essa possibilidade. Por outro lado, grande é o interesse do público investidor na indústria do açúcar e do álcool combustível, tendo em vista que suas possibilidades de crescimento, como se demonstrou detidamente no início desse estudo, são deveras significativas; o que confere aos investidores maiores chances de verem o capital investido oportunizar produtivo retorno. Nesse sentido, para as empresas do setor sucroalcooleiro, a possibilidade de ter os seus papéis bastante demandados no mercado de capitais é muito grande.

Ademais, como se ressaltou, o setor sucroalcooleiro está em latente crescimento. Tanto o açúcar, cuja produção em nível mundial diminuiu consideravelmente em favor do produto brasileiro, quanto o etanol, que, como combustível renovável, vem sendo considerado um forte concorrente com a gasolina e outros combustíveis fósseis, tiveram sua demanda majorada consideravelmente nas últimas décadas. As empresas sucroalcooleiras, nesse sentido, vêm passando por diversas alterações, tanto de ordem administrativa quanto industrial e tecnológica, para buscar atender a alta demanda. Para isso, contudo, as empresas do setor precisam se capitalizar de forma maciça e constante.

A esse respeito, a empresa do setor, com a abertura de capital e a consequente oferta de ações e valores mobiliários no mercado de capitais, tem acesso a um financiamento considerável para a realização dessas mudanças. Esse capital, justamente em virtude do grande destaque que se dirige ao setor atualmente e do grande interesse do público investidor, que busca investir em áreas cuja possibilidade de ascensão e conseqüentemente de retorno do capital investido é bastante alta, pode ser extremamente significativo e reiterado (com possibilidade de emissão, sempre que necessário, de novas ações e valores mobiliários).

Com a significativa injeção de capital, a companhia pode aplicar tanto na alteração de sua estrutura administrativa e de gestão, como industrial e tecnológica; além de se viabilizar, também, o investimento em diversas técnicas que vêm sendo implantadas, nos mais diversos setores e áreas de atividade, em prol da sustentabilidade e do respeito ao meio ambiente, que podem contribuir, inclusive, com o aumento da produtividade e do destaque atribuído às empresas em nível mundial.

A título de alterações de ordem administrativa, a empresa capitalizada por meio da oferta de ações e demais títulos no mercado de capitais, pode realizar diversas mudanças em prol da melhor condução de suas atividades e da ascensão do empreendimento. É possível que se realizem, nessa esteira, além da reestruturação do empreendimento, quando da abertura de capital, novas reorganizações, em prol de sua melhor administração. A esse respeito, em um grupo de sociedades, por exemplo, cuja estrutura, em virtude do grande número de empreendimentos e capital envolvidos, é bastante propícia à abertura de capital, é possível a realização de novas alterações, no sentido de se dinamizar de melhor forma a gestão e a distribuição das diversas atividades da companhia como um todo.

Além disso, com acesso ao capital decorrente das ofertas, a companhia pode investir na contratação de novos profissionais ou na capacitação daqueles que já fazem parte de seu quadro de funcionários. Essa profissionalização pode ocorrer tanto no âmbito dos órgãos que compõem a administração da companhia, de modo a melhorar as técnicas de gestão e de condução das atividades da sociedade como um todo, quanto nas diversas áreas relativas a cada fase da produção, em vias de se melhor dinamizar e distribuir as atividades e, conseqüentemente, aumentar, de modo geral, a produtividade.

No que se refere à administração, inclusive, o melhoramento das técnicas de gestão, é uma tendência observada na grande maioria dos empreendimentos que abrem o capital. Isso porque é cada vez mais corrente a adoção, pelas companhias, das políticas lançadas pelos segmentos de empresas da Bovespa, conhecidos, como já se apontou, por Novo Mercado, Níveis (1 e 2) Diferenciados de Governança Corporativa e Bovespa Mais. Com efeito, ao se

tornarem parte desses segmentos, as companhias passam a adotar práticas diferenciadas de governança corporativa, que além de as valorizarem perante o mercado de capitais, de modo a aumentar suas possibilidades de ascensão, viabilizam uma maior segurança aos acionistas, investidores e, de modo geral, a todos que com ela negociam.

Em verdade, atualmente essa tendência decorre do fato de que os investidores procuram de forma mais corrente investir justamente nas companhias que fazem parte desses segmentos, em razão da maior segurança que oferecem. Essas práticas, inclusive, estão tão em voga atualmente que, assim como destaca Mundo Neto, já passaram a ser adotadas também, por empresas que ainda não fazem parte do mercado de capitais, mas que almejam a abertura de capital¹⁷⁹. Nessa tessitura, com o capital gerado por meio das ofertas de papéis no mercado de capitais, as companhias, conjugando o interesse de melhorar suas técnicas de gestão e caminhar à ascensão, com a de ganharem credibilidade e aceitação junto ao mercado de capitais, seguindo as orientações dos segmentos de empresas da Bovespa, vêm adotando, de forma reiterada, as boas práticas de governança corporativa, cada vez mais comuns nas sociedades por ações.

No que se refere à outra ordem de mudanças que tomou o setor sucroalcooleiro, referente ao investimento em aumento de suas estruturas, otimização da produção, investimento em industrialização e tecnologia, diversas mudanças podem ser aplicadas, com a injeção de capital proporcionada pela oferta de diferentes títulos no âmbito do mercado de capitais. A esse respeito, com o capital injetado, a companhia passa a poder aplicar na dinamização de suas respectivas atividades, lançando mão dos sistemas agroindustriais, em que, como se apontou, as fases da produção são divididas, organizadas e otimizadas em vias de melhorar toda a dinâmica produtiva do empreendimento.

Não obstante, as empresas providas de capital e, até mesmo, para propiciar a adequada aplicação dos preceitos dos sistemas agroindústrias, habilitam-se a adquirir novas terras, com o propósito de aumentar a produção da cana-de-açúcar, matéria prima para o processamento de seus subprodutos; adquirir ou renovar a sua frota de tratores, caminhões, plantadeiras, colheitadeiras e demais maquinários, utilizados no processamento da matéria prima; investir no desenvolvimento e na aplicação de novas tecnologias, tais como as relativas à produção do

¹⁷⁹ Diz Mundo Neto: “A governança corporativa é unanimidade entre as empresas. Mesmo entre as que ainda não abriram seu capital é possível identificar a adoção de “boas práticas” de governança corporativa.” MUNDO NETO, Martin. Desenvolvimento do mercado do etanol: aproximação da indústria sucroalcooleira e da indústria de capital de risco no Brasil. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM CIÊNCIAS SOCIAIS, 32., 2008, Caxambú. **Anais....** Caxambú: ANPOCS, 2008. Disponível em: <http://www.anpocs.org.br/portal/component/option,com_docman/task,doc_download/gid,460/Itemid,85>. Acesso em: 20 mar. 2011.

etanol, que ainda não é explorado em algumas usinas ou de aplicação de técnicas voltadas ao melhoramento das diversas fases de produção e processamento da matéria prima; entre muitas outras providências em prol do crescimento da empresa e do desenvolvimento de suas respectivas atividades.

Como se não bastasse, ainda no que atine às essas diversas mudanças que vêm sendo registradas no setor, de posse do capital decorrente das ofertas de ações e valores mobiliários, as companhias podem investir na aplicação das técnicas, outrora mencionadas, relativas à preservação do meio ambiente e da busca pela sustentabilidade, que podem, inclusive, direcionar-se ao aumento de sua produção e lucratividade.

Nesse sentido, as empresas podem implementar na produção e processamento da cana-de-açúcar, novas tecnologias voltadas à melhor conservação e uso do solo, de modo a afastar o uso indiscriminado de fertilizantes e agrotóxicos, para a substituição por técnicas outras, tais como a utilização da própria palha da cana como meio de condicionar e manter as propriedades do solo durante os períodos de entressafra. Da mesma forma, como já vêm sendo implementado por muitos dos agentes do setor, podem buscar meios de abandonar a utilização das queimadas para propiciar a colheita da cana, com a utilização de maquinário próprio e técnicas voltadas à colheita limpa e livre de degradações ao meio ambiente. Ainda quanto à colheita, é possível, também, que as companhias, providas desse capital, invistam na regularização de todos os trabalhadores que se empenham em cada uma das fases da produção, concedendo-lhes todos os seus direitos, assim como estabelecido detidamente na legislação trabalhista, diferentemente do que ocorre em muitas das empresas que operam atualmente.

Nessa mesma linha, é possível, também, desde que com capital adequado, a aplicação de técnicas para propiciarem uma melhor destinação para os resíduos na produção, que, em muitos casos, é lançada nos rios ou meio ambiente, trazendo sérios danos à natureza. A esse respeito, atualmente já é possível que se realize o tratamento e a reutilização da água que resfria as caldeiras, durante o processo de fermentação da cana-de-açúcar, evitando-se o seu lançamento no meio ambiente.

Ainda nessa linha, em prol do aumento da produção e da lucratividade, é possível, além disso, que se reaproveitem o vinhoto (que resulta do tratamento da cana-de-açúcar bruta) e o bagaço da cana-de-açúcar (restos da cana-de-açúcar bruta, que sobram após o seu respectivo processamento). No que se refere ao vinhoto, se devidamente tratado, com produtos químicos específicos, podem ser utilizados como fertilizantes para a otimização da produção de novas safras de cana-de-açúcar. Quanto ao bagaço, desenvolveu-se,

recentemente, uma técnica de queima desse derivado da produção, para a geração de energia elétrica. A geração dessa energia, que já vem sendo utilizada por algumas usinas brasileiras, propicia o abastecimento energético, muitas vezes, de toda uma unidade produtiva. Isso além de, em alguns casos, sobrar parte dessa energia, que, via de regra, é negociada com as concessionárias de energia elétrica, com as quais formalizam contratos para o lançamento dessa energia na rede, sob o pagamento de valores predefinidos, para cada quilowatt que vai para a rede.

Geralmente as companhias vêm se utilizando dessas técnicas, por dois principais motivos: porque viabilizam a regular utilização dos resíduos e de outras técnicas em favor do aumento da produtividade e de sua lucratividade, bem como para atender as políticas de sustentabilidade que vêm sendo pregadas em nível mundial. Com efeito, a ideia da sustentabilidade está em pauta no meio empresarial e econômico ultimamente e as empresas vêm buscando se adequar a essas práticas, até mesmo por uma exigência do mercado e dos investidores. No caso do setor sucroalcooleiro, investir na sustentabilidade é fundamental para que se acompanhe a toada dos demais agentes econômicos das mais diversas atividades, mas também pelo fato de que um de seus subprodutos, quais sejam, os combustíveis renováveis, vêm ganhando destaque justamente por promoverem a preservação ambiental, em diferentemente do que ocorre com os combustíveis fósseis. Logo, para que se propague a ideia de substituição de combustíveis renováveis, em prol do meio ambiente, as empresas do setor, a começar por sua produção, precisam buscar a sustentabilidade ou, ao menos, meios de preservar o meio-ambiente.

Entretanto, como se verifica, para a implementação de cada uma dessas diferentes técnicas, fundamental o investimento, a aquisição de novas ferramentas, maquinários, a contratação de profissionais, o investimento em tecnologia, entre muitas outras medidas. Tudo isso, como vem sendo repisado, demanda capital, de modo que, para o empreendimento que lança mão da abertura de capital e, conseqüentemente, passa a negociar títulos no mercado de capitais, para o seu financiamento e a aplicação dessas diferentes medidas, torna-se mais facilmente edificável.

Como se pontuou, portanto, a capitalização das companhias se consubstancia em uma vantagem extremamente interessante desse modelo societário em relação a outros sob os quais as empresas do setor poderiam se revestir. Nessa esteira, não obstante, existem outras vantagens decorrentes da transformação de uma sociedade em anônima aberta, que, também, podem ser aproveitadas em prol da ascensão das empresas do setor sucroalcooleiro. A esse

respeito, merece destaque, conforme já mencionada, a facilitação à edificação de técnicas de concentração empresarial, entre diferentes empreendimentos sucroenergéticos.

Conforme outrora levantado, o fenômeno concentracionista se revelou como uma importante ferramenta, para que os empreendedores buscassem o crescimento de seus respectivos negócios. Ao se viabilizar a união de esforços de diferentes empreendimentos em prol de sua ascensão no mercado, promove-se concomitantemente a divisão dos riscos, o aumento do poder econômico, a conjunção de ideias, técnicas e credibilidade, entre muitas outras vantagens. Portanto, a concentração empresarial, há muito tempo, expressa-se de diferentes modos no meio empresarial das mais diferentes áreas e setores de atividade.

No caso das sociedades anônimas de capital aberto, entretanto, a possibilidade de conjunção de esforços com outras diferentes sociedades, especialmente quando há uma integração desses empreendimentos, como na fusão, aquisição ou na formação de grupos de sociedades, é ainda maior. Conforme se demonstrou, operações como essas, para serem efetivadas, envolvem a remuneração de empreendedores que deixam o negócio em favor daqueles que, aglutinando as quotas sociais dos demais, assumem o controle do novo organismo formado. Numa aquisição, por exemplo, os sócios do empreendimento adquirido vendem as suas quotas sociais para o seu respectivo adquirente. Na fusão e na formação de grupos de sociedades, na mesma linha, ao se formatarem a reorganização do novo empreendimento formado, em muitos casos, parte dos sócios das sociedades envolvidas vendem suas respectivas parcelas do capital social e deixam de participar do novo empreendimento formado.

Em se tratando de uma sociedade anônima de capital aberto é justamente nesse ponto que desponta a sua vantagem, com relação aos demais modelos societários. Isso porque as companhias, além de poderem remunerar os empreendedores envolvidos nas operações de concentração empresarial, com capital, assim como os demais, também podem lançar mão de ações e demais valores mobiliários. Logo, os próprios títulos da companhia são utilizados como moeda de troca, em operações voltadas à concentração empresarial ou reorganização societária dos empreendimentos. Isso somente se viabiliza, como se destacou anteriormente, em razão da altíssima liquidez dos papéis das sociedades anônimas. Assim, caso os envolvidos na operação recebam títulos da companhia, como parte da remuneração, podem, a qualquer tempo, negociá-los no mercado de capitais, tendo acesso fácil ao capital neles respectivamente encartado.

Essa vantagem das sociedades anônimas de capital aberto é extremamente interessante para o setor sucroalcooleiro, pois, como se apontou, os diversos empreendimentos que nele

atuam estão em fase de implementação de diversas mudanças. É natural, desse modo, em especial pelo fato de que as diferentes empresas do setor se concentram geralmente em determinadas regiões propícias ao cultivo da cana-de-açúcar, em que convivem relativamente próximas, que conjuguem seus esforços, em prol do seu crescimento.

Ademais, a produção do setor passa por diversas fases, envolvendo o cultivo da matéria prima, o seu respectivo processamento e, posteriormente, a distribuição de seus subprodutos. Sendo assim, é natural, também, que cada uma dessas atividades seja articulada, inicialmente por agentes econômicos diferentes, porém, com o desenvolvimento de uma interdependência entre eles, para que se estudem e se efetivem operações de concentração empresarial, para o crescimento e otimização da produção de todos os envolvidos.

Nessa senda, vem sendo registrado, ao longo das últimas décadas, um grande número de operações de concentração ou de reorganização societária de suas empresas, que como destacam Rodrigo Maimone Pasin e Marcos Fava Neves, em estudo dirigido justamente a mensurar o número de operações nesse sentido, que identificaram o setor como um dos mais importantes no país em número de fusões e aquisições.¹⁸⁰

Ao se formatarem como sociedades anônimas de capital aberto, portanto, as empresas do setor sucroalcooleiro se habilitam, em virtude da possibilidade de emissão de ações e diferentes valores mobiliários, a realizar operações nesse sentido. Desse modo, viabiliza-se que se agregue, na esfera de uma companhia do setor, por meio de aquisições, por exemplo, outros diversos empreendimentos de uma mesma região produtiva, tais como diferentes unidades produtoras de cana-de-açúcar ou diferentes usinas. Esses empreendimentos, ressalte-se, atuando em conjunto, sob uma mesma administração e utilizando-se do mesmo maquinário e das mesmas técnicas produtivas, podem propiciar o aumento da produção e, conseqüentemente, da lucratividade dos empreendedores.

A possibilidade de crescimento das companhias por meio da concentração empresarial, portanto, pode ser considerada juntamente com a capitalização através da oferta de ações e valores mobiliários, como outra das principais vantagens para as empresas do setor sucroalcooleiro, que empreendam no sentido de optarem pela abertura de capital. Como se não bastasse, entretanto, além dessas importantes vantagens, o modelo societário das companhias abertas pode propiciar, ainda, outros diversos benefícios decorrentes dessa reorganização societária.

¹⁸⁰ PASIN, Rodrigo Maimone; NEVES, Marcos Fava. **Fusões, aquisições e internacionalização da agroindústria sucroalcooleira**. Disponível em: <<http://www.fearp.usp.br/egna/resumos/Pasin.pdf>>. Acesso em: 1 jul. 2011.

Como anteriormente destacado, ao abrir o capital a sociedade confere aos seus acionistas uma liquidez dos ativos que possuem, o que facilita a saída ou a entrada de novos sócios, a qualquer tempo. Logo, é possível a qualquer dos acionistas, de acordo com o seu interesse nos projetos e no modo como a administração da sociedade a vem conduzindo, investir de forma mais ativa, adquirindo mais ações da companhia ou, por outro lado, desinvestir o capital encartado em suas ações, buscando diminuir sua participação ou deixar o quadro societário da companhia.

Outra vantagem também já delineada se refere à posição dos papéis da companhia no mercado de capitais. A partir do momento que as companhias passam a ter ativos negociados, cujos preços variam constantemente, em um mercado cujas operações são registradas e contabilizadas diariamente, é possível a qualquer companhia manter um referencial de seus negócios. Nesse sentido, se as suas ações e valores mobiliários são bastante demandados no mercado e os preços apresentam variações, de modo geral, positivas, a companhia sabe que vem se conduzindo de forma correta ou, ao menos, de modo a atrair o interesse público do investidor. Por outro lado, caso os títulos reflitam de forma negativa ou seja, que sejam pouco demandados pelo mercado e os preços tendam a cair de forma constante, a companhia tem condições de saber que está conduzido a administração de forma incorreta e que algo precisa ser feito, para mudar sua respectiva situação.

No caso do setor sucroalcooleiro, possuir um referencial como esse é extremamente interessante, em virtude das grandes mudanças que vêm sendo registradas pelos empreendimentos do setor. Nessa conjuntura, as sociedades que optem por abrir o capital, além de se capitalizarem e terem a facilidade de aumentarem suas estruturas por meio da concentração empresarial, além de outras diversas vantagens, podem contar com um instrumento deveras confiável para mensurar o grau de satisfação do mercado, de seus acionistas e dos investidores de modo geral. Assim, a depender das decisões e do meio como a empresa vem sendo conduzida, isso se reflete diretamente na posição do mercado em relação aos seus ativos, de modo a dar conhecimento à administração e a balizar a forma de condução mais propícia à sua ascensão.

Não obstante, além dessas outras vantagens, em virtude da grande importância do mercado de capitais, dos altos valores que nele são investidos, da atenção que se dedica à adoção de práticas de governança corporativa e de fortalecimento de todas as companhias envolvidas, do crivo da CVM que fiscaliza e guisa a forma e condução das sociedades e do mercado, da transparência que passa a oferecer, além de muitos outros fatores positivos próprios dos envolvidos nesse mercado, a sociedade de capital aberto percebe uma

significativa e potencial melhoria institucional perante todo o meio econômico empresarial nacional e internacional. Ganha, nessa esteira, uma posição de destaque entre todos os empreendimentos do mesmo ramo de atividade que exerce e passa a contar com a credibilidade ou, pelo menos, com a presunção de possuir bases sólidas, administração competente, comprometida e honesta, grandes chances de atingir um crescimento constante e sólido, além de uma boa relação entre os sócios, administradores e investidores, tal como entre a companhia, seus funcionários, fornecedores e consumidores.

Para o setor sucroalcooleiro essa vantagem é muito positiva, visto que o grande destaque conferido aos derivados de sua produção tem atraído cada vez mais os interesses dos agentes econômicos internacionais. Possuir a credibilidade conferida às sociedades de capital aberto, que atuam no mercado de capitais, somente tende a fortalecer as relações das companhias com o capital estrangeiro. Nesse sentido, essa vantagem se reflete no investimento internacional para a aquisição de ações ou demais valores mobiliários, na formalização de parcerias, através de contratos de *joint venture*, por exemplo, para a injeção de capital ou para a de transferência de tecnologia, entre muitos outros e, até mesmo, da própria contratação para o fornecimento de açúcar e etanol para o consumo internacional.

Em decorrência de todos esses benefícios aqui delineados, acredita-se que os empreendimentos do setor sucroalcooleiros, foco do interesse econômico nacional e internacional, certamente, possuem grandes chances de experimentar significativa ascensão econômica, sob a formatação jurídica das sociedades anônimas abertas. Todos esses benefícios, decorrentes do processo de transformação da sociedade, da organização de gestão do empreendimento, da transparência, que, a partir de então, confere-se à companhia, com o *disclosure* e com a obrigatoriedade de publicidade contábil e administrativa, somente tendem a melhorar a administração, a credibilidade e a imagem das sociedades que empreendem nesse sentido.

Desse modo, ainda mais no caso do setor sucroalcooleiro, em que ainda são pequenas as iniciativas em prol da abertura de capital, muito viável a empreitada nesse sentido, tanto como estratégia de capitalização da sociedade, como para a formatação jurídica, administrativa e institucional dos diferentes empreendimentos deste importante setor da economia nacional.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como se demonstrou ao longo do desenvolvimento deste trabalho, o setor sucroalcooleiro, muito embora sempre tenha exercido papel de grande importância no cenário econômico nacional, nas últimas décadas vem ganhando um destaque ainda maior. Além do açúcar, fortemente demandado em nível internacional, desde a implantação das primeiras mudas de cana-de-açúcar em território nacional, atualmente as empresas do setor vem focando grande parte da produção, também, no processamento de etanol e álcool anidro. Como fonte energética renovável, com possibilidade de substituição da gasolina e outros derivados do petróleo, a demanda por esses combustíveis vem aumentando massivamente ao longo dos últimos anos e impulsionando o setor, por essas e outras razões, a uma inevitável e crescente ascensão.

Todavia, como se apontou, diversos agentes econômicos que atuam no setor sucroalcooleiro foram constituídos há muito tempo e muitos deles ainda possuem métodos de gestão de seus negócios e técnicas de produção e processamento da cana-de-açúcar consideravelmente passíveis de alterações, como por exemplo, a abertura de capitais, como se abordou na contextura deste estudo. A esse respeito, aproveitando-se do destaque dado ao setor, grande parte dos empreendimentos envolvidos na produção sucoenergética, até mesmo para que possam atender a alta demanda do açúcar e álcool combustível em nível mundial vem sofrendo mudanças significativas em suas respectivas estruturas. Como se destacou, há uma série de alterações que vem sendo feitas pelos empreendedores sucroalcooleiro, tanto de ordem administrativa, relativas à organização jurídica e à gestão de seus negócios, como de ordem estrutural, relacionadas à mecanização e otimização da produção, aplicação de novas técnicas e investimento em tecnologia, além da adequação às normas ambientais e aos ideais de sustentabilidade.

Ocorre que, como restou demonstrado, para realizar essas diversas alterações em suas estruturas, os diferentes empreendimentos que atuam no setor precisam se capitalizar, no sentido de financiarem os projetos em prol da modernização. Nessa esteira, destacou-se, dentre as diversas modalidades de aceção de crédito, uma possibilidade ainda pouco utilizada no âmbito dos empreendimentos do setor sucroalcooleiro, que, embora envolva a alteração de suas respectivas modalidades societárias, com a abertura de capital, propicia sua capitalização segura e reiterada, através da emissão de ações e demais valores mobiliários, para negociação no âmbito do mercado de capitais.

Como se demonstrou, a abertura de capital é extremamente viável para empresas de diferentes áreas e setores da economia e propicia justamente o que buscam diversos dos agentes econômicos do setor sucroalcooleiro, na conjuntura em que atualmente se encontram, com a reorganização administrativa e estrutural dos empreendimentos, a capitalização, a melhoria de sua imagem institucional, o destaque em nível internacional, a atração de investidores, entre muitas outras vantagens. Todavia, essa alternativa, como se pontuou, representa uma mudança radical na estrutura organizacional, na relação com os sócios, na forma de condução de suas atividades, enfim, relacionada a toda a formatação do empreendimento. Por esse motivo demanda, além da decisão favorável, dos sócios e da viabilidade de efetivação de uma operação nesse sentido, considerando-se variáveis como a situação do mercado, a credibilidade da empresa naquele dado momento e as perspectivas de sucesso na empreitada, necessária a realização de todo um procedimento para a transformação da empresa em uma sociedade anônima aberta.

Por esse motivo, por meio deste trabalho, buscou-se demonstrar quais os passos a serem tomados por um empreendimento que se arrisca no sentido de abrir o capital, de modo a trazer considerações acerca das diferentes fases relacionadas ao processo, as implicações dele decorrentes e as diversas vantagens que passam a aferir, a partir da efetivação da abertura. Nessa esteira, demonstrou-se, por primeiro, a sociedade anônima aberta como modelo societário, destacando-se suas principais características, especialmente no que a difere dos outros tipos societários e os principais motivos que levam qualquer agente econômico à abertura de capital.

Em sequência, buscou-se demonstrar, muito embora haja uma série de procedimentos, formalidades, burocracia e valores envolvidos, o modo como se dá efetivamente o procedimento de abertura de capitais e a factibilidade de sua aplicação pelos empreendedores brasileiros, em especial pelo aparato concedido por diversos agentes especializados em tutelar as diferentes fases do processo respectivo. Enfim, o esforço deste estudo se concentrou em destacar que, muito embora haja, de fato, uma alteração significativa no empreendimento que lança mão da abertura de capital, sua aplicação é viável, factível e pode ser engendrada de forma mais ampla, por diferentes agentes econômicos brasileiros.

Com o propósito de se aplicar a ideia da abertura de capital para o setor sucroalcooleiro, demonstrou-se, em sequência, como se organiza atualmente a atividade produtiva do setor. Nesse sentido, buscou-se demonstrar, de forma pormenorizada, como se estruturam juridicamente os diferentes agentes que movimentam a produção nacional de açúcar e álcool combustível. Há, nesse contexto, empreendimentos de menor porte,

organizados sob a estrutura jurídica das empresas rurais ou individuais, além da presença de empreendimentos controlados e geridos por membros de famílias que constituíram as estruturas do negócio há muito tempo, que o vêm passando de geração em geração, até os dias atuais. Não obstante, registrou-se, também, a importante presença de agentes estruturados sob a estrutura das sociedades empresárias, notadamente expressas, em sua maioria, sob a modalidade das sociedades limitadas e sociedades anônimas fechadas, cuja formatação e regramento são mais propícios ao empreendedorismo, no sentido almejado por seus idealizadores. Demonstrou-se, também, no âmbito de atuação desses empreendimentos, expressões da concentração empresarial de agentes da atividade sucroalcooleiros, que, sob diferentes graus de conjunção de interesses, organizam-se em grupos de sociedades, consórcios e cooperativas, além da formação de parcerias, especialmente amparados em contratos de *joint venture*, conforme exposto alhures.

Em sequência, ainda no intuito de situar a atividade econômica dos agentes do setor sucroalcooleiro e propor opções para a sua melhoria, demonstraram-se, também, as principais formas de financiamento engendradas por seus empreendedores. Destacou-se, nesse sentido, a pouco aplicada internalização de lucros, a onerosa acepção de crédito junto ao setor financeiro e às controladas formas de injeção de capital decorrentes da indústria do capital de risco, por meio de capital semente, *venture capital* e *private equity*. Todos esses meios de represamento de capital, assim como delineado, são muito utilizados pelos agentes econômicos do setor e funcionam, muito embora com algumas particularidades e implicações, como meio de propiciar o financiamento das atividades dos empreendimentos envolvidos. Por fim, como última forma de capitalização, apontou-se a emissão e oferta de títulos junto ao mercado de capitais, cujas características são defendidas com este estudo. Destacou-se, nessa esteira, que esta modalidade de financiamento é pouco utilizada pelos empreendimentos do setor sucroalcooleiro, não obstante as perspectivas de sucesso com sua aplicação.

Demonstrados os meios pelos quais se organizam juridicamente e se capitalizam os agentes do setor sucroalcooleiro, foi possível visualizar-se que a estrutura da sociedade anônima pode ser utilizada como meio de propiciar a ascensão de grande parte desses empreendimentos. Como se destacou ao longo deste estudo, a estruturação da sociedade anônima possui particularidades substancialmente diferenciadas daquelas implementada por outros modelos societários, de modo que a abertura de capital pode vir a ser uma alternativa extremamente viável e deveras interessante na reestruturação e capitalização dos agentes econômicos do setor, que vêm crescendo, reitera-se, consideravelmente, nas últimas décadas. Nesse sentido, muito embora haja outros meios de estruturação e financiamento das atividades

desses empreendimentos, a formatação da sociedade anônima, especialmente no caso das sociedades limitadas, sociedades anônimas fechadas, cooperativas e grupos de sociedades, cuja importância econômica esteja em prospecção, de modo a atrair o interesses do mercado de capitais, viável a análise e, a depender das diversas particularidades que envolvem o procedimento de abertura, a tomada de providências no sentido de concretização desta opção.

Sob essa perspectiva, como se apontou, buscou-se elucidar, então, como a intenção de abrir o capital se reflete nos empreendimentos do setor sucroalcooleiro. Nessa conjuntura, destacaram-se as principais dificuldades dos agentes econômicos do setor nessa empreitada, em especial no que se refere ao desconhecimento do mercado e da viabilidade dessa alternativa, os vários procedimentos a serem tomados no sentido de se promover a alteração social, as variáveis do mercado no que atine à recepção dos títulos a serem emitidos, bem como os custos decorrentes de todo o processo. Por outro lado, justamente com o objetivo de se incentivar a maior aplicação da abertura, como estratégia de financiamento e estruturação jurídica das empresas do setor, buscou-se elencar as principais vantagens decorrentes da abertura de capital.

Com efeito, como se destacou, a modalidade da sociedade anônima aberta propicia justamente o financiamento necessário para a realização das diferentes ordens de alteração que vêm tomando as empresas do setor nas últimas décadas. Com a comercialização de ações, debêntures e outros títulos no mercado de capitais, o financiamento é praticamente certo e constante, pois atrai investidores diferenciados, que aplicam grandes quantias de capital e atuam no mercado em virtude da facilidade de investir e desinvestir valores a qualquer tempo, devido à liquidez dos papéis nele negociados. Tal injeção de capital, importante destacar, permite às companhias investir em projetos de reestruturação societária, de melhoria de suas técnicas de administração, de profissionalização de seus gestores e funcionários, além de propiciar o investimento em infraestrutura, aumento de suas unidades produtivas, mecanização, aplicação de novas técnicas procedimentais, desenvolvimento de tecnologia, além de muitos outros, tais como as mudanças de adequação às normas ambientais e de sustentabilidade.

Ademais, ainda como benefício em decorrência da possibilidade da emissão de títulos negociáveis no mercado de capitais, a companhia pode utilizá-los, também, como meio de propiciar o seu crescimento. Nessa contextura, pode lançar mão desses papéis, como se pretende demonstrar, como moeda de troca nas diferentes operações de concentração empresarial. Assim, em operações como as de fusão, aquisição ou na formação de grupos de sociedades, a empresa não precisa dispor de capital para ampliar suas estruturas, podendo se

valer de seus títulos para remunerar os envolvidos, que, acrescente-se, podem ser negociados por quem os receber, a qualquer tempo, no mercado de capitais. Não obstante, como consequência natural de sua participação no mercado de capitais, as companhias gozam de diversas outras vantagens, tais como a melhoria da sua imagem institucional em âmbito nacional e internacional, o aumento de sua credibilidade, a ampliação do número de investidores, a possibilidade de se recuperar em momentos de dificuldade financeira, entre muitos outros que foram destacados ao longo deste estudo.

Como se pode concluir, portanto, a estrutura jurídica da sociedade anônima aberta, ainda que pouco implementada por empreendimentos do setor sucroalcooleiro, pode trazer grandes vantagens econômicas, jurídicas, sociais e ambientais para os agentes econômicos que assim se formatarem. Portanto, espera-se que as considerações acerca da sociedade anônima como modelo societário, de sua utilização como estratégia de capitalização, crescimento e melhor estruturação de empresas, bem como a demonstração de que o processo de abertura de capital e de outras formas de organização e financiamento dos agentes do setor, destacando-se a possibilidade de que se ultrapassem as dificuldades envolvendo a opção pela transformação da entidade empresarial, além, também, das vantagens decorrentes de sua efetivação, tenham contribuído para atrair a atenção de interessados, objetivando a maior aplicação dos diversos conteúdos deste estudo, nos empreendimentos sucroalcooleiros.

REFERÊNCIAS

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. **Da empresarialidade**: as empresas no direito. Coimbra: Almedina, 1996.

ANTUNES, José Augusto Quelhas Lima Engracia. **Os grupos de sociedades**: estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária. 2. ed. Coimbra: Almedina. 2002.

ANTUNES, José Engrácia Antunes. **Os instrumentos financeiros**. Coimbra: Almedina, 2009.

ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo. **Teoria geral do direito comercial**: introdução à teoria da empresa. São Paulo: Saraiva, 1998.

BARRACHINA, Eduardo. **Derecho del mercado de valores**. Madrid: Difusion Jurídica, 2011.

BASSO, Maristela. **Joint venture**: manual prático das associações comerciais. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1998.

BATISTA, Henrique Gomes. Investimento em petróleo com pré-sal pode chegar a 202, 2 bi até 2013. **O Globo**, Rio de Janeiro, 28 maio 2010. Economia. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2010/05/28/investimento-em-petroleo-com-pre-sal-pode-chegar-us-202-2-bi-ate-2013-916716822.asp>>. Acesso em: 9 nov. 2010.

BM&F BOVESPA. **Mercados**: ações: empresas: governança corporativa: veja as empresas listadas nesses segmentos especiais: conheça mais sobre o Bovespa Mais: definições: mercado novo, nível 1, nível 2, BOVESPA Mais. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/governanca-corporativa/governanca-corporativa.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 5 mar. 2011.

BORGES, Agnes Pinto. **Parceria empresarial no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2004.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 5 out. 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constitui%C3%A7ao.htm>. Acesso em: 15 jan. 2011.

_____. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 14 jul. 2004. Disponível em: <<http://www010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/42/1965/4728.htm>> Acesso em: 20 jun. 2011.

_____. Lei n. 5.764, de 16 de dezembro de 1971. Define a Política Nacional de Cooperativismo, institui o regime jurídico das sociedades cooperativas, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 16 dez. 1971. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L5764.htm>. Acesso em: 24 mai. 2011.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 8 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm> Acesso em: 21 jun. 2011.

_____. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10203.htm Acesso em: 20 jun. 2011.

_____. Lei n. 8.021, de 12 de abril, de 1990. Dispõe sobre a identificação dos contribuintes para fins fiscais, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 12 abr. 1990. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/leis/L8021.htm> Acesso em: 19 jun. 2010.

_____. Lei n. 8.723, de 28 de outubro de 1993. Dispõe sobre a redução de emissão de poluentes por veículos automotores e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 29 out. 1993. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8723.htm> Acesso em: 30 maio 2010.

_____. Lei n. 8.934, de 18 de novembro de 1994. Dispõe sobre o Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 21 nov. 1994. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8934.htm>. Acesso em: 20 jan. 2011.

_____. Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 5 maio 1997. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm> Acesso em: 21 jun. 2011.

_____. Lei n. 10.203, de 22 de fevereiro de 2001. Dá nova redação aos arts. 9º e 12 da Lei nº 8.723, de 28 out. 1993, que dispõe sobre a redução de emissão de poluentes por veículos automotores, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 22 fev. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10203.htm>. Acesso em: 20 mar. 2011.

_____. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Seção 1, p. 1. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm>. Acesso em: 10 jan. 2011.

_____. Lei n. 10.931, de 2 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei n. 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº4.591, de 16 de dezembro de 1964, n. 4.728, de 14 de julho de 1965, e n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 2 ago. 2004. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.931.htm> Acesso em: 21 jun. 2011.

BRASIL. Lei n. 11.097, de 14 de janeiro de 2005. Dispõe sobre a introdução do biodiesel na matriz energética brasileira; altera as Leis nos 9.478, de 6 de agosto de 1997, 9.847, de 26 de outubro de 1999 e 10.636, de 30 de dezembro de 2002; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 14 jan. 2005. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/Lei/L11097.htm>. Acesso em: 20 mar. 2011.

_____. Lei n. 12.441, de 11 de julho de 2011. Altera a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), para permitir a constituição de empresa individual de responsabilidade limitada. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 12 jul. 2011. Seção 1, p. 1. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12441.htm#art3>. Acesso em: 30 jul. 2011.

BURANELLO, Renato M. **Sistema privado de financiamento do agronegócio**: regime jurídico. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

CALLADO, Antônio André Cunha; CALLADO, Aldo Leonardo Cunha. Sistemas agroindustriais. In: _____. (Org.). **Agronegócio**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

CASTELLÕES, Leonardo de Gouvêa. **Grupos de sociedades**. Curitiba: Juruá, 2008.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de capitais**: o que é; como funciona. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

CETIP. **A CETIP**: histórico e perfil. Disponível em: <<http://cetip.infoinvest.com.br/static/ptb/historico-perfil.asp>>. Acesso em: 21 fev. 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. 2 v.

CORDEIRO FILHO, Ari. **Manual de abertura das companhias**. Rio de Janeiro: IBMEC : APEC, 1981.

DINIZ, Maria Helena. **Lições de direito empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2011.

HENTZ, Luiz Antônio Soares. **Direito de empresa no código civil de 2001**: teoria geral do novo direito comercial: Lei n. 10.406, de 10.1.2002. 3. ed. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005.

_____. Proteção do patrimônio pessoal do empresário singular: uma interpretação necessária. **Revista de Estudos Jurídicos da UNESP**, Franca, v. 14, n. 19, p. 109-120, jan./jun. 2010.

_____.; DINIZ, Gustavo Saad. **Sociedades dependentes de autorização**: novo regramento no código civil de 2002. São Paulo: IOB Thomson, 2004.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003.

LIMA, Maria José de Oliveira. **As empresas familiares da cidade de Franca: um estudo sob a visão do serviço social.** 2007. 200 f. Dissertação (Mestrado em Serviço Social) – Faculdade de História, Direito e Serviço Social, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, Franca, 2007.

LIMA, Paulo César Ribeiro. **Os desafios, os impactos e a gestão de exploração do pré-sal.** Brasília, DF: Câmara dos Deputados : Consultoria Legislativa, 2008. (Estudos). Disponível em: <<http://www2.camara.gov.br/documentos-e-pesquisa/publicacoes/estnottec/tema16/2008-13035.pdf>>. Acesso em: 13 abr. 2011.

MARANHA, Roberta Cintra. **O consórcio de exportação e a internacionalização das pequenas e médias empresas segundo a experiência italiana: um modelo para o Brasil.** 2007. 170 f. Dissertação (Mestrado em Direito do Comércio Internacional) – Faculdade de História, Direito e Serviço Social, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, Franca, 2007.

MINISTÉRIO DA CIÊNCIA, TECNOLOGIA E INOVAÇÃO. **FINEP: o que é a FINEP: a empresa.** Disponível em: <http://www.finep.gov.br/o_que_e_a_finep/a_empresa.asp#>. Acesso em: 21 jun. 2011.

_____. **FINEP: Notícias: Setor sucroalcooleiro ganha investimentos de R\$ 20 milhões.** 21 dez. 2007. Disponível em: <http://www.finep.gov.br/imprensa/noticia.asp?cod_noticia=1389>. Acesso em: 21 jun. 2011.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Comissão de Valores Mobiliários: legislação e regulamentação: Instrução CVM n. 476, de 16 de janeiro de 2009.** Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Publicada no DOU de 19.01.09. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\inst\inst476.PDF>. Acesso em: 14 nov. 2010.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários: legislação e regulamentação: Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.** Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Publicada no DOU de 09.01.04 - Retificação no DOU de 25.02.04. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst400.htm>>. Acesso em: 14 nov. 2010.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários: legislação e regulamentação: Instrução CVM n. 312, de 13 de agosto de 1999.** Dispõe sobre a admissão à negociação de valores mobiliários em bolsas de valores. Publicada no DOU de 19.08.99. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst312.htm>>. Acesso em: 8 mar. 2010.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Comissão de Valores Mobiliários:** legislação e regulamentação: Instrução CVM n. 482, de 5 abr. 2010. Altera e acrescenta artigos à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 e à Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Publicada no DOU de 06.04.10. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\inst\inst482.doc>. Acesso em: 15 nov. 2010.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários:** legislação e regulamentação: Instrução CVM n. 332, de 04 de abril de 2000. Dispõe sobre a emissão e negociação de certificado de depósito de valores mobiliários - BDRs com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior e revoga as Instruções CVM nºs 255, de 31 de outubro de 1996, e 321, de 10 de dezembro de 1999. Publicada no DOU de 07.04.00. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst332.htm>>. Acesso em: 15 mar. 2011.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários:** legislação e regulamentação: Instrução CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Publicada no DOU de 24.08.04. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst409.htm>>. Acesso em: 10 mar. 2010.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários:** legislação e regulamentação: Instrução CVM n. 134, de 01 de novembro de 1990. Dispõe acerca da emissão de NOTA PROMISSÓRIA para distribuição pública. Publicada no DOU de 13.11.90. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst134.htm>>. Acesso em 10 mar. 2010.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários:** legislação e regulamentação: Instrução CVM n. 480, de 07 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Publicada no DOU de 09.12.09. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst480.htm>>. Acesso em: 10 mar. 2011.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários:** legislação e regulamentação: Instrução n. 308 de 14 de maio de 1999. Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes, e revoga as Instruções CVM nos. 216, de 29 de junho de 1994, e 275, de 12 de março de 1998. Publicada no DOU de 19.05.99. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst308.htm>>. Acesso em: 18 abr. 2011.

MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO. **Banco Nacional de Desenvolvimento:** o BNDES: a empresa. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa> Acesso em: 19 jun. 2011.

MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO. **Banco Nacional de Desenvolvimento**: o BNDES: Legislação do Sistema BNDES: BNDESPAR: Estatuto. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/Legislacao/e_statuto_bndespar.html>. Acesso em: 20 jun. 2011.

_____. **Banco Nacional de Desenvolvimento**: apoio financeiro: produtos: BNDES Finem: linhas de financiamento: apoio a projetos de eficiência energética: PROESCO. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/FINEM/proesco.html>. Acesso em: 20 jun. 2011.

_____. **Banco Nacional de Desenvolvimento**: apoio financeiro: programas e fundos: programas: PASS: Programa de apoio ao setor sucroalcooleiro: PASS. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Programas_e_Fundos/pass.html>. Acesso em: 20 jun. 2011.

_____. **Banco Nacional de Desenvolvimento**: apoio financeiro: programas e fundos: programas: PRONAF: Programa nacional de fortalecimento da agricultura familiar: PRONAF Investimento. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Programas_e_Fundos/pronaf.html>. Acesso em 20 jun. 2011.

_____. **Banco Nacional de Desenvolvimento**: apoio financeiro: ABC: Programa para redução da emissão de gases de efeito estufa na agricultura: Programa ABC. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Programas_e_Fundos/abc.html>. Acesso em 20 jun. 2011.

MORAES, Rodrigo Jorge. **Setor sucroalcooleiro**: regime jurídico ambiental das usinas de açúcar e álcool. São Paulo: Saraiva, 2011.

MUNDO NETO, Martin. Desenvolvimento do mercado do etanol: aproximação da indústria sucroalcooleira e da indústria de capital de risco no Brasil. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM CIÊNCIAS SOCIAIS, 32., 2008, Caxambú. **Anais....** Caxambú: ANPOCS, 2008. Disponível em:

<http://www.anpocs.org.br/portal/component?option=com_docman/task,doc_download/gid,460/Itemid,85>. Acesso em: 20 mar. 2011.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e direito societário**: poder de controle e grupos de sociedades. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial e de empresa**: teoria geral da empresa e direito societário. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1

NEVES, Regina Márcia; BATALHA, Mário Otávio. **Desenvolvimento e novas tendências do setor sucroalcooleiro**. 1997. Disponível em:

<http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP1997_T3510.PDF>. Acesso em: 13 abr. 2011.

PASIN, Rodrigo Maimone; NEVES, Marcos Fava. **Fusões, aquisições e internacionalização da agroindústria sucroalcooleira**. Disponível em:

<<http://www.fearp.usp.br/egna/resumos/Pasin.pdf>>. Acesso em: 1 jul. 2011.

PEDROSO JUNIOR, Roberto. **Arranjos institucionais na agricultura brasileira: um estudo sobre o uso de contratos no sistema agroindustrial sucroalcooleiro da região centro-sul**. 2008. 173 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1988.

PERONDI, Miguel Ângelo; NEVES, Rodrigo Moura; KIYOTA, Norma. A gestão na agroindústria familiar de cana-de-açúcar. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL: Competitividade & Globalização: Impactos regionais e locais, 39., 2001, Recife. **Anais...** Recife: SOBER, 2001. v. 1. Disponível em:

<http://www.gp.usp.br/files/denru_gestagro.pdf> Acesso em: 23 maio 2011.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Concentração empresarial e o direito de concorrência**. São Paulo: Saraiva, 2001.

RAMOS, Pedro. A agroindústria no sistema dos biocombustíveis. In: BARROSO, Lucas Abreu; ZIBETTI, Darcy Walmor. **Agroindústria: uma análise no contexto socioeconômico e jurídico brasileiro**. São Paulo: LEUD, 2009.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. 2 v.

ROMANO, Cristiano. **Características e títulos da S.A.** São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1981.

SANTOS, Alfredo José dos. Natureza jurídica dos acordos de joint ventures. **Revista de Estudos Jurídicos UNESP**, Franca, v. 8, n.12, p. 189-201, jan./dez. 2003.

SANTOS, Antônio Carlos dos. **Estrutura organizacional no agribusiness cooperativo: o caso das cooperativas de leite no estado de Minas Gerais**. 2000. 196 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

UNICA. **Dados e cotações**: estatísticas: carro e etanol: vendas de automóveis e veículos leves no Brasil. Disponível em: <<http://www.unica.com.br/dadosCotacao/estatistica>>. Acesso em: 8 nov. 2010.

_____. **Setor sucroenergético: histórico: o declínio do século XIX**. Disponível em: <<http://www.unica.com.br/content/show.asp?cntCode=99E1D9E6-5FE2-45AB-9E18-CD1E37C6B535>>. Acesso em: 13 abr. 2011.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Malheiros, 2007. v. 2.

VILLELA. Ana Lucia Bonini. **A formação de joint ventures como alternativa para investimentos estrangeiros no setor sucroalcooleiro brasileiro**. 2008. 122 f. Dissertação (Mestrado em Direito do Comércio Internacional) – Faculdade de História, Direito e Serviço Social, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, 2008.