

ASPECTOS JURÍDICOS DA ESTRUTURA DE CAPITAL: a influência das normas jurídicas nas decisões financeiras de investidores e controladores.

LEGAL ASPECTS OF CAPITAL STRUCTURE: the influence of legal norms on investor and director's financial decisions.

Victor Bourroul Holloway Ribeiro¹

RESUMO

O desenvolvimento econômico de um país passa pela disponibilidade de recursos que sejam capazes de financiar projetos e empresas, por sua vez, para a existência de um sistema financeiro robusto, é necessário que o sistema jurídico seja capaz de conferir a segurança jurídica exigida pelos investidores. Nesse sentido, este artigo tem como objetivo descrever os principais aspectos jurídicos das duas formas de financiamento das empresas, o financiamento por dívida e o financiamento por participação societária. Estas duas formas de financiamento compõem a estrutura de capital das empresas e para a definição deste arranjo financeiro, são levados em considerações os direitos e obrigações inerentes a cada uma delas. Portanto, os aspectos jurídicos da estrutura de capital apresentam uma dupla importância, eles constituem importante variável na decisão de alocação de recursos pelos investidores e também são determinantes na decisão do tipo de financiamento a ser utilizado pela empresa.

PALAVRAS-CHAVE: Direito e desenvolvimento; Direito dos negócios; Direito e economia; Segurança jurídica do financiamento.

ABSTRACT

The economic development of a country requires financial resources to be invested in projects and companies. On its turn, to develop a strong financial system it is necessary the existence of an efficient legal system that ensures investor legal protection. Therefore, this paper describes the principal legal aspects of the two forms of corporate finance, debt and equity. The capital structure is the combination of debt and equity in the corporate financial structure. The use of debt or equity to finance projects involves an analysis of each one's legal aspects. Thus, there are two main importance of capital structure's legal aspects, legal aspects are important determinants for investor's decision on the allocation of capital and legal aspects are also important for director's decision of the company's capital structure.

KEYWORDS: Law and development; Business law; Law and economics; Legal certainty of finance.

1. Introdução

O desenvolvimento econômico de um país passa pela constituição de um mercado financeiro robusto, capaz de financiar os projetos e investimentos necessários às empresas e ao país. Hoje, os grandes projetos de infraestrutura e as companhias capazes de competir

¹ Mestrando em Direito e Desenvolvimento pela Direito GV, Bacharel em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie e Bacharel em Ciências Sociais pela Universidade de São Paulo.

mundialmente necessitam de um volume tão grande de capital para serem financiados que não mais permitem que um investidor individual o faça, logo, é necessário que seja oferecida no mercado uma base de crédito e existam investidores interessados em aplicar suas poupanças nestes investimentos (AGHION; BOLTON, 1992, p. 3).

Para tomarem a decisão de investir em um projeto ou em uma companhia, os investidores analisam, principalmente, três aspectos, são eles: a rentabilidade que espera que o investimento o traga, os riscos inerentes a este investimento e a liquidez que o investimento tem.

A rentabilidade e a liquidez fazem, principalmente, parte de uma análise financeira, ao passo que o risco faz parte de uma análise financeira e jurídica. Direitos conferidos aos investidores (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1998) e as formas de obter uma tutela jurisdicional sancionatória e garantidora dos direitos conferidos pelos investimentos realizados (ARIDA; BACHA; LARA-RESENDE, 2004), fazem parte da análise jurídica do risco e influenciam na tomada de decisão dos investidores.

Desta forma, é necessário que haja uma segurança jurídica para que investimentos sejam realizados e o mercado financeiro e de capitais disponha de recursos para financiar empresas e projetos necessários ao desenvolvimento econômico do país. Essa segurança jurídica passa pela regulação das relações entre proprietários, controladores e credores das empresas, incluindo nesta regulação a garantia de direitos de propriedade, direitos contratuais e efetividade jurisdicional destes direitos.

La Porta et al. (1998) apresentaram o argumento da necessidade da proteção jurídica dos investidores para o desenvolvimento econômico, sustentando-o com evidências empíricas de diversos países. Os autores demonstraram uma forte correlação estatística entre a existência de regras de proteção de direitos dos investidores em diversos países e o desenvolvimento da economia como um todo destes respectivos países. Com base nestas evidências, os autores argumentaram que as leis e o direito importam no desenvolvimento do país e no desenvolvimento do mercado de capitais. Segundo o argumento dos autores, seria por causa das diferentes formas de proteção dos investidores que a forma de financiamento varia pelo mundo. Em países em que a proteção jurídica dos investidores é mais robusta, haveria uma tendência a um mercado de capitais mais desenvolvido, já em países com proteção jurídica dos investidores deficitária outras formas de financiamento surgem. Em resumo, o argumento central dos autores é que uma proteção legal dos investidores e um sistema jurídico que garanta a efetividade destas normas levaria ao desenvolvimento econômico.

Para reforçar o argumento, é necessário levar em consideração a disponibilidade finita dos recursos financeiros, de forma que o país² que oferecer o aparato regulatório mais favorável à proteção dos investidores, atrairá o maior número de investidores e um volume mais significativo de recursos (EASTERBOOK; FISCHER, 1991). Diante deste argumento, é lógico supor que o país que oferecer a melhor estrutura regulatória, incluindo regras de governança e de garantias de direitos, terá uma vantagem competitiva em relação a outros países que não oferecem a mesma proteção regulatória.

Dito isto, fica claro que o instituto legal e judicial do país está diretamente relacionado com o desenvolvimento do mercado financeiro do país e, conseqüentemente, com o desenvolvimento econômico do país como um todo. Neste cenário, o direito exerce um papel relevante e central não só no desenvolvimento do mercado financeiro, mas no desenvolvimento econômico. Assim, aspectos relacionados à proteção jurídica dos investidores corroboram com uma das variáveis de análise para a tomada de decisão do investimento, qual seja, o risco. Esta decisão microeconômica, por sua vez, está relacionada a aspectos macroeconômicos de desenvolvimento do mercado financeiro e desenvolvimento econômico.

Apresentada a justificativa e relevância do tema da proteção jurídica dos investidores no contexto econômico, cabe apresentar brevemente as principais formas de financiamento disponíveis para as sociedades empresárias, para, após isso, apresentar o problema de pesquisa, os objetivos e a estrutura deste artigo.

As formas de financiamento de uma sociedade empresarial, as quais viabilizam recursos para a aquisição de ativos, realização de investimentos e desenvolvimento de projetos, podem ser classificadas como financiamento interno e financiamento externo. As formas de financiamento interno consistem no reinvestimento dos lucros e resultados da própria atividade da empresa que, ao invés de serem distribuídos entre os sócios, são utilizados para investimentos em ativos e projetos para a própria companhia. Já as formas de financiamento externo resultam de diferentes relações jurídicas entre a empresa e terceiros.

As formas de financiamento externo³ das empresas resultam em duas relações jurídicas distintas entre a companhia, tomadora do recurso, e o credor, aquele que

² É bem verdade que Easterbook e Fischer desenvolvem este argumento considerando o contexto regulatório dos Estados independentes americanos, mas o argumento pode ser estendido ao âmbito internacional.

³ Em última instância, o financiamento interno caracteriza-se por ser resultado e fortalecer a relação jurídica societária, já que há um aumento no patrimônio líquido da empresa, patrimônio este que representa os direitos dos sócios na companhia. O financiamento interno nada mais é do que o capital próprio dos sócios, uma vez estes recursos estavam disponíveis para que os órgãos da companhia, pelas suas regras de governança, decidissem sobre sua alocação. Nesta decisão, estes recursos poderiam ter sido destinados aos sócios, pela

disponibiliza o recurso. Estas relações jurídicas entre a companhia e o credor são a obrigacional, que consiste no financiamento por dívida, e a societária, representada pelo financiamento pela emissão de títulos mobiliários de participação societária. Estas diferentes relações jurídicas estabelecidas entre a companhia demandante do financiamento e os investidores ofertantes de recursos, implicam em diferentes obrigações da companhia perante seus credores. A proporção de financiamento por dívida e de financiamento por aplicação de capital dos sócios no total de capital disponível para a sociedade consiste na estrutura de capital da companhia e é neste sentido que o termo é utilizado neste artigo.

Com todo o exposto, diante da importância do financiamento no desenvolvimento econômico e diante das diferentes formas de financiamento disponíveis para as empresas, o presente artigo tem como objetivo central descrever como são as estruturas legais básicas do financiamento das companhias no direito brasileiro. Esta descrição dos aspectos jurídicos das diferentes formas de financiamento empresarial visa contribuir com um ordenamento jurídico propício ao desenvolvimento do mercado financeiro.

Os problemas de pesquisa, portanto, são: quais os principais aspectos jurídicos das diferentes formas de financiamento das empresas? Quais as consequências destes aspectos jurídicos nas decisões dos controladores das empresas e dos investidores? Uma descrição precisa dos aspectos jurídicos da estrutura de capital, ou seja, das formas de financiamento da empresa ressalta as relações econômicas estabelecidas entre poupadores e empreendedores e poderá contribuir para uma maior estruturação destas relações.

A maioria dos artigos sobre a estrutura de capital tem o viés econômico e pretende estabelecer uma correlação entre estrutura de capital e valor de mercado da companhia. A proposta deste artigo, em contrapartida, é apresentar os aspectos jurídicos da estrutura de capital, os quais fundamentam e justificam muitos dos argumentos econômicos. Nesse sentido, não se pretende um foco econômico de maximizar interesses ou demonstrar a eficiência econômica de um modelo, mas o que se pretende é explicitar as relações estabelecidas entre a empresa e aqueles que a financiam, apresentando os principais direitos e obrigações das partes envolvidas.

Diante das possíveis relações jurídicas estabelecidas entre a empresa e os ofertantes de recursos, o artigo será estruturado da seguinte forma. Os aspectos jurídicos dos recursos provenientes do financiamento por dívida serão expostos no item 2 do presente trabalho. Os aspectos jurídicos do financiamento por participação serão descritos no item 3. No item 4

distribuição de lucros, mas foram reinvestidos na própria companhia, representando assim direitos que os sócios têm na companhia.

serão apresentadas as consequências dos aspectos jurídicos nas decisões sobre a estrutura de capital. Por fim, no item 5 serão apresentadas as conclusões sobre os aspectos jurídicos da estrutura de capital no direito brasileiro.

2. Do financiamento por dívida

O financiamento por dívida ou financiamento com capital de terceiros é composto por todo capital que está disponível à empresa e que não tenha como procedência a aplicação dos sócios ou os resultados da companhia. O financiamento por dívida abrange todas as obrigações que a companhia tem com terceiros, nesse sentido, o financiamento por dívida é classificado, quanto sua natureza jurídica, no direito das obrigações. Com isso, por ter esta natureza jurídica, cabe demonstrar as características gerais do direito das obrigações, o que será feito no item 2.1. Em seguida, no item 2.2 serão apresentadas algumas características do não cumprimento das obrigações por parte do devedor.

2.1. Do direito das obrigações

O conceito de obrigação foi exposto da seguinte forma por Orlando Gomes:

A relação obrigacional é um vínculo jurídico entre duas partes, em virtude do qual uma delas fica adstrita a satisfazer uma prestação patrimonial de interesse da outra, que pode exigí-la, se não for cumprida espontaneamente, mediante agressão ao patrimônio do devedor. (GOMES, 2008, p. 17)

As relações obrigacionais são vastamente reguladas pelo ordenamento jurídico brasileiro, o qual organiza esta regulação no campo do direito das obrigações. Maria Helena Diniz conceitua assim o direito das obrigações:

Complexo de normas que regem as relações jurídicas de ordem patrimonial, que têm por objeto prestações de um sujeito em proveito de outro. Visa, portanto, regular aqueles vínculos jurídicos em que o poder de exigir uma prestação, conferido a alguém, corresponde um dever de prestar, imposto a outrem [...] Infere-se daí que esse ramo do direito civil trata dos vínculos entre credor e devedor, excluindo de sua órbita relações de uma pessoa para com uma coisa. O direito obrigacional ou de crédito contempla as relações jurídicas de natureza pessoal, visto que seu conteúdo é a prestação patrimonial, ou seja, a ação ou omissão da parte vinculada (devedor) tendo em vista o interesse do credor, que por sua vez tem o direito de exigir aquela ação ou omissão, de tal modo que, se ela não for cumprida espontaneamente, poderá movimentar a máquina

judiciária para obter do patrimônio do devedor a quantia necessária à composição do dano. (DINIZ, 2012, p. 19)

Visto o conceito, é possível inferir que a obrigação é um vínculo jurídico, pois tem sua constituição e efeitos tutelados pelo ordenamento jurídico. A obrigação é uma relação patrimonial entre duas partes em que há o dever de prestação, o *debitum*, sendo uma parte a credora, a qual tem o direito de crédito e outra parte a devedora, a qual tem o dever de satisfazer o crédito. Além do *debitum*, na relação obrigacional também há a responsabilidade, a *obligatio*, tendo o credor a pretensão de exigir coercitivamente, mediante sujeição do patrimônio do devedor, o seu direito subjetivo de crédito.

Aplicando o conceito de obrigação ao objeto de pesquisa deste artigo, o financiamento das empresas, a relação jurídica decorrente do financiamento por dívida acarreta em um dever, por parte da empresa, de satisfazer o crédito do terceiro, seu credor. Estando a empresa, caso não satisfaça espontaneamente o direito do credor, sujeita a responsabilização patrimonial coercitiva. Portanto, pelo financiamento por dívida, a empresa assume uma relação obrigacional com o credor, relação na qual assume o polo passivo, tendo o *debitum* e a *obligatio* perante o terceiro credor.

Sobre as relações obrigacionais, Orlando Gomes demonstrou que elas nada mais são do que relações entre patrimônios, mais do que relações entre pessoas.

No direito moderno, perde esse cunho de pessoalidade, passando a constituir muito mais uma relação entre patrimônios do que entre pessoas determinadas, no sentido de que o crédito e a dívida são francamente transmissíveis. A obrigação passou a ser um valor, impessoalizando-se de tal modo que se chega a afirmar serem o credor e o devedor simples representantes jurídicos de seus bens. (GOMES, 2008, p. 31)

Com isso, fica claro o que no conceito de obrigação apresenta-se como o aspecto patrimonial da relação. A relação obrigacional representa, portanto, uma obrigação estritamente patrimonial. Este caráter patrimonial decorre do direito do credor de exigir coercitivamente do devedor a satisfação de seu direito ao crédito, nesses termos Orlando Gomes ressaltou o caráter patrimonial da obrigação:

Necessário era, como se reconheceu, distinguir duas características essenciais: a patrimonialidade e a correspondência a um interesse, também moral, do credor. O interesse não precisa ser econômico, mas o objeto da prestação há de ter conteúdo patrimonial. Na sua contextura, a prestação precisa ser patrimonial, embora possa corresponder a interesse extrapatrimonial. A patrimonialidade da prestação, objetivamente considerada é imprescindível à sua caracterização, pois, do contrário, e segundo ponderação de Colagrosso, não seria possível atuar a coação jurídica, predisposta na lei, para o caso de inadimplemento. (GOMES, 2008, p. 24)

Em outros tempos, a sanção aplicada ao devedor que não satisfazia o direito de crédito do credor podia ir além da sujeição patrimonial. No direito atual, o credor, apesar de não poder utilizar o ordenamento jurídico para constranger a liberdade e a integridade física do devedor inadimplente, os institutos jurídicos buscaram a proteção do crédito e dos investidores, por meio de outras formas coativas a serem impostas ao devedor.

Sobre as formas previstas de constrição do devedor, Orlando Gomes dispôs:

O poder do credor deveria estender-se logicamente até ao sacrifício da liberdade natural do devedor, para constrange-lo a satisfazer a prestação, mas a ordem jurídica não consente que chegue a esse extremo. Quando o devedor não cumpre a obrigação, sua responsabilidade pessoal converte-se em responsabilidade patrimonial, resguardando-se, por esse processo, sua liberdade individual. No patrimônio do devedor tem o credor a garantia de seu direito. Executando-o, por meio próprio, obterá a prestação devida ou o seu equivalente em dinheiro. (GOMES, 2008, p. 25)

Na relação obrigacional, portanto, o devedor tem uma relação obrigacional de propósito imediato (*debitum*), a exata satisfação da prestação, e uma relação obrigacional de propósito remoto (*obligatio*), a colocação de seu patrimônio como garantia da obrigação. Pela perspectiva do credor, é possível explicitar essa mesma relação em outros termos, de forma que o credor tem o direito de ter satisfeito seu crédito e tem a prerrogativa de exigir coativamente a prestação.

O *debitum* consiste no dever do devedor em tudo fazer para cumprir a prestação devida, evitando que se impossibilite a satisfação do crédito. Para que a *obligatio* exista é necessário que a obrigação do devedor seja exigível, ou seja o credor tenha, ao tempo, o direito de ter seu crédito satisfeito.

Há diversas formas jurídicas de financiamento por dívida, mas a relação obrigacional que é mais relevante para o financiamento por dívida, é o mútuo. Pelo mútuo, o credor transfere ao devedor uma quantia de capital por prazo determinado, exigindo a restituição do montante emprestado, mais uma remuneração ao empréstimo do capital, os juros⁴. Esta forma de financiamento por dívida é de fundamental relevância para a companhia no exercício de sua atividade. Sobre os juros, Orlando Gomes expôs:

O uso de capital alheio pode ser remunerado mediante o pagamento de quantia proporcional a seu valor e ao tempo da utilização. A essa retribuição chama-se juro [...] Seus traços característicos são: a)

⁴ No Código Civil: Art. 591. Destinando-se o mútuo a fins econômicos, presumem-se devidos juros, os quais, sob pena de redução, não poderão exceder a taxa a que se refere o art. 406, permitida a capitalização anual.

vinculação necessária a uma dívida de capital; b) nascimento coetâneo; c) equivalência a uma fração do capital devido. (GOMES, 2008, p. 65)

Os juros compensatórios visam a remuneração do capital emprestado e constituem obrigações acessórias à obrigação principal de restituir o capital emprestado. Contudo, apesar de ser uma obrigação acessória, os juros podem ser exigidos separadamente, caso sua exigibilidade seja precedente à obrigação principal, ensejando as consequências do inadimplemento (a serem descritas abaixo) caso o devedor não cumpra com sua obrigação de satisfazer o direito do credor. Assim, por ser uma obrigação e poder ser exigido separadamente do capital principal emprestado, o não pagamento dos juros acarreta em todas as consequências do não cumprimento de uma obrigação.

Para finalizar, é importante ressaltar que o financiamento por dívida constitui uma obrigação futura e certa⁵ da empresa, ou seja, o fato que não tornou essa obrigação exigível pelos credores é o termo, o prazo em que a obrigação se tornará exigível. Por não serem obrigações exigíveis, o valor devido pela companhia permanece a sua livre disposição até o prazo do termo, podendo assim a companhia utilizar tais recursos, aplicando-os em seus ativos e investimentos. Veremos adiante que o prazo do financiamento é um dos importantes aspectos da estrutura de capital.

2.2. Consequências do inadimplemento

O não cumprimento da obrigação pode decorrer de um evento alheio a vontade do devedor, caso fortuito ou força maior⁶, ou decorrer de culpa do devedor⁷. O inadimplemento culposo é, então, uma omissão no cumprimento da obrigação, já que o devedor tem a obrigação da prestação. “Ocorre por se abster o devedor do que devia fazer para a satisfação do crédito, seja deixando de cumpri-la pontualmente, seja cumprindo-a defeituosamente” (GOMES, 2008, p. 175). O não cumprimento fundado em caso fortuito ou força maior não tem, para o objetivo do presente trabalho, relevância, de forma que não cabe descrevê-lo.

⁵ Em contraposição a essas obrigações futuras e certas, há as obrigações condicionadas a eventos futuros e incertos. Caso a companhia tenha uma obrigação condicionada, não se trata de financiamento por capital de terceiros, uma vez que esta obrigação é passível apenas de provisionamento por parte da companhia, para, caso o evento futuro e incerto venha ocorrer, a companhia disponha das reservas necessárias. Em consideração a esses eventos a reserva de capital para provisionamento é classificada como capital próprio, estando, em termos contábeis, no patrimônio líquido.

⁶ No Código Civil: Art. 393. O devedor não responde pelos prejuízos resultantes de caso fortuito ou força maior, se expressamente não se houver por eles responsabilizado. Parágrafo único. O caso fortuito ou de força maior verifica-se no fato necessário, cujos efeitos não era possível evitar ou impedir.

⁷ Culpa no direito civil é considerada no lato sensu, abrangendo assim o dolo e a culpa stricto sensu, ou seja, a ação ou omissão por negligência, imprudência e imperícia.

O não cumprimento culposo configura o devedor como inadimplente, passando a existir, com isso, a *obligatio*, fato este que é tutelado pelo ordenamento jurídico. Por consequência do inadimplemento, o credor passa a ter o direito de exigir, por meio do poder coativo do estado, a constrição do devedor a alguns mecanismos legais que visam à garantia do crédito. Dentre estes mecanismos, é possível listar: (i) a sujeição de todo o patrimônio do devedor; (ii) o dever de pagar eventuais perdas e danos ao credor; (iii) a publicidade da inadimplência; e (iv) a decretação da falência do devedor pessoa jurídica.

Contudo, caso a inexecução da obrigação seja transitória, o efeito imediato é a constituição do devedor em mora. Desta forma, na mora “embora viável, a prestação não é satisfeita pontualmente. Há, enfim, retardamento, culposo ou não, a que a ordem jurídica não fica indiferente” (GOMES, 2008, p. 201). Como consequência da mora, incidem sobre o valor da obrigação não cumprida os juros moratórios, os quais têm por finalidade a reparação dos prejuízos do credor decorrentes da “mora solvendi”.

É imprescindível na conceituação da mora o elemento subjetivo, a culpa, e o elemento objetivo, o retardamento na prestação da obrigação. “Mora pressupõe crédito vencido, certo e judicialmente exigível. Entretanto, pretende-se que também ocorre quando o devedor não paga no lugar devido ou pela forma convencionada.” (GOMES, 2008, p. 203)

Caso o credor não cumpra a obrigação, ou seja, não satisfaça a exata pretensão do credor, todo o seu patrimônio está sujeito e responde pela dívida que possui, tal consequência está expressa no artigo 391 do Código Civil, o qual dispõe “pelo inadimplemento das obrigações respondem todos os bens do devedor”. Sobre a sujeição do patrimônio do devedor, Orlando Gomes expôs:

[...] a *obligatio* é da essência da relação obrigacional, pois não contém apenas o dever de prestação, mas, sujeição do patrimônio do devedor, ou de outrem, ao pagamento da dívida. O direito de crédito valeria pouco se seu titular não pudesse exercê-lo coagindo o devedor, pela execução de seus bens, a satisfazer a prestação. Sem *obligatio*, a relação obrigacional não se tornaria perfeita. (GOMES, 2008, p. 19)

Pela constrição do patrimônio do devedor, o credor objetiva ter seu crédito satisfeito, é com este objetivo que o credor aciona o Estado, para que este, ao exercer seu poder jurisdicional, aplique as medidas coativas ao devedor, satisfazendo o direito do credor. A tutela jurídica é obtida por meio de execução genérica ou execução específica, a execução genérica representa o equivalente em dinheiro, uma compensação da obrigação que o devedor deveria fazer, na execução específica visa o credor obter exatamente a prestação que o

devedor se obrigou. A execução específica pode ser convertida, caso a prestação seja impossível ou sua exigência não seja viável, em execução genérica.

O ordenamento jurídico, ao tutelar o credor, dispõe que decorre da inadimplência e da mora, além da sujeição de todos os bens do devedor, o direito do credor de exigir o ressarcimento de perdas e danos decorrentes da não satisfação de seu crédito. Nesse sentido, o Código Civil tutela o credor no artigo 389⁸, dispondo que o inadimplente deverá responder por perdas e danos, juros, atualização monetária e honorários de advogado.

Outras consequências da inadimplência do devedor, ou seja, da não satisfação do crédito do credor, é a possibilidade de o credor dar publicidade sobre o não cumprimento da obrigação pelo devedor. A publicidade da inadimplência é dada pelo protesto da dívida⁹, o protesto e a consequente publicidade dada à inadimplência acarretam na restrição do crédito conferido pelo mercado ao devedor inadimplente.

Por fim, o último meio legal de sancionar o devedor é a decretação da falência¹⁰ do devedor pessoa jurídica. Pela decretação da falência os administradores e controladores da empresa são afastados das atividades da empresa devedora, visando preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos da empresa para a satisfação do crédito dos credores. Com a decretação da falência o controlador da companhia perde o controle em favor de um administrador judicial, eleito pelos credores e os ativos da companhia são vendidos para satisfazer, na medida do possível, as obrigações da empresa.

3. Do financiamento por participação

Passemos agora a análise dos aspectos jurídicos do financiamento por participação. O financiamento por participação decorre da relação jurídica societária, na qual a empresa é constituída pelos sócios para que funcione como um instrumento de organização dos bens de produção.

A empresa dotada de personalidade jurídica possui distinção patrimonial do patrimônio de seus sócios, ou seja, a empresa é constituída com capital destinado

⁸ Art. 389. Não cumprida a obrigação, responde o devedor por perdas e danos, mais juros e atualização monetária segundo índices oficiais regularmente estabelecidos, e honorários de advogado.

⁹ No Brasil o protesto é previsto na Lei Nº 9.492, de 10 de setembro de 1997.

¹⁰ A Lei de Falência prevê a possibilidade de o credor requerer a falência do devedor no artigo 97, inciso IV. A lei de falência ainda regulamenta o pedido de falência realizado pelo credor no artigo 94, o qual dispõe: “Art. 94. Será decretada a falência do devedor que: I – sem relevante razão de direito, não paga, no vencimento, obrigação líquida materializada em título ou títulos executivos protestados cuja soma ultrapasse o equivalente a 40 (quarenta) salários-mínimos na data do pedido de falência; II – executado por qualquer quantia líquida, não paga, não deposita e não nomeia à penhora bens suficientes dentro do prazo legal”

exclusivamente para o exercício das atividades sociais. Com a distinção patrimonial e a personalidade jurídica a empresa caracteriza-se como sujeito de direitos e obrigações, não respondendo os sócios pelas obrigações assumidas pela companhia¹¹ (COELHO, 2012, p. 32).

Com essa distinção de patrimonialidade, a empresa constitui-se como importante instrumento de organização dos fatores de produção. E empresa constitui-se, assim, como um instrumento de reunião de meios materiais e pessoais para a consecução de um objetivo econômico específico.

O capital formado pela constituição da empresa responde exclusivamente e limitadamente pelas obrigações da pessoa jurídica constituída. Desta forma, salvo a exceção da desconsideração da personalidade jurídica¹² (COELHO, 2012, p. 63), as obrigações da companhia terão que ser satisfeitas exclusivamente com o patrimônio da empresa (COELHO, 2012, p. 50), não podendo o credor exigir que a obrigação não cumprida pela empresa seja satisfeita com o capital próprio dos sócios.

Para a constituição da personalidade jurídica é necessário que os sócios destinem uma quantia a formar o capital social, de tal forma que

a capitalização da sociedade empresária pressupõe seu financiamento: o capital formado no ativo patrimonial é valor financeiro originário de outros patrimônios, e para que passe a existir no ativo é necessário que seja conduzido das suas fontes para o patrimônio da sociedade empresária. (PEDREIRA, 1989, p. 385).

Deste fato decorre que para o exercício social das atividades, os sócios integralizam na empresa um valor que comporá os recursos disponíveis à empresa. Este valor destinado pelos sócios à empresa corresponde ao financiamento da sociedade por capital próprio dos sócios ou financiamento por participação.

A empresa, em contraprestação ao capital aplicado pelos sócios emite títulos, ações ou quotas, que correspondem a proporção do capital integralizado pelo sócio em relação ao

¹¹O Código Civil, sobre a sociedade limitada: “Art. 1.052. Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social”. Já sobre a Sociedade Anônima: “Art. 1.088. Na sociedade anônima ou companhia, o capital divide-se em ações, obrigando-se cada sócio ou acionista somente pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir.”

¹² Nas empresas com personalidade jurídica e de responsabilidade limitada, o patrimônio dos sócios não responde pelas obrigações da companhia. Contudo, há a possibilidade de o patrimônio dos sócios ser atingido pelas obrigações da pessoa jurídica, tal possibilidade tem respaldo legal, principalmente, no artigo 50 do Código Civil. Aplicando a desconsideração da personalidade civil, a responsabilidade (*obligatio*) das obrigações da empresa podem recair no patrimônio da pessoa física do sócio. Assim dispõe o Código Civil: “Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.”

capital investido por todos os sócios. As ações ou quotas, representativas da participação dos sócios na empresa, conferem direitos e obrigações ao sócio perante a empresa.

Dentre os direitos conferidos pela obtenção destes títulos, é possível identificar os direitos econômicos e os direitos políticos do sócio em relação à empresa¹³. Os direitos econômicos, direitos fundamentais dos sócios conforme dispõe o artigo 109 da Lei das S.A.¹⁴, se referem aos direitos dos sócios sobre os resultados da companhia e sobre o patrimônio dela em uma eventual liquidação, já os direitos políticos referem-se aos direitos relativos a condução do exercício da companhia.

A obtenção de participação societária, contudo, não é restrita aqueles que exercem diretamente a condução do exercício social da companhia. Há investidores que visam participar do quadro societário da companhia com diferentes interesses, podendo esses interesses variar em maior ou menor interesse pelos direitos econômicos e em maior ou menor interesse pelos direitos políticos da empresa.

Visto que o interesse do sócio sobre a empresa pode variar e tendo as companhias uma necessidade cada vez maior de capital para financiar seus empreendimentos sociais, as companhias passaram a negociar títulos que conferem, seja pela emissão de ações de diferentes classes, seja por uma situação fática do bloco de controle, diferentes direitos sobre a companhia.

De forma a regulamentar a circulação de títulos correspondentes à participação societária e viabilizar “a mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial”¹⁵, o instituto jurídico da sociedade anônima aberta permite que a companhia capte recursos no mercado acionário, negociando títulos que conferem diferentes direitos aos detentores de participação societária. Assim, segundo o artigo 4º da Lei das S.A.¹⁶, é possível que a empresa negocie valores mobiliários de sua emissão no mercado de valores mobiliários, tal presunção permite que a empresa capte recursos via uma oferta pública de ações, a qual proporciona um aumento do capital social da companhia.

¹³ Sobre os direitos conferidos pela participação societária Berglof dispõe: “Property rights include the rights to determine how assets are used, control rights; and the rights to the cash flows generated by these assets, return rights; as well as the right to sell these rights.” (BERGLOF, 1990, p. 1)

¹⁴ Na Lei das S.A.: “Artigo 109. Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de: I – participar dos lucros sociais; II – participar do acervo da companhia, em caso de liquidação”. O Código Civil, por sua vez, dispõe: “Art. 1.107. Os sócios podem resolver, por maioria de votos, antes de ultimada a liquidação, mas depois de pagos os credores, que o liquidante faça rateios por antecipação da partilha, à medida em que se apurem os haveres sociais.”

¹⁵ Item 4 da Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976 do ministério da fazenda.

¹⁶ Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários constitui a operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais. Os investidores interessados em se tornar titulares dos valores mobiliários ofertados devem subscrevê-los ou adquiri-los e o preço por eles pago é revertido para o ofertante. (EIZIRIK; GAAL, 2011, p. 139)

Sobre a transferência de capitais do poupador para o setor produtivo das empresas, Pedreira escreveu:

A função das trocas nos mercados de capital é transferir poupanças – durante prazo médio ou longo, ou de modo permanente – dos agentes da poupança para os do investimento, ou para adquirentes de bens de consumo durável. (PEDREIRA, 1989, p. 393)

Nesse mesmo sentido,

A sociedade anônima, com efeito, tornou-se eficaz instrumento do capitalismo precisamente porque permite à poupança popular participar dos grandes empreendimentos, sem que o investidor, modesto ou poderoso, se vincule à responsabilidade além da soma investida. (REQUIÃO, 2012, p. 29)

Os investidores que compram as ações emitidas tornam-se sócios da companhia e adquirem tais ações com diferentes interesses, podendo ser o interesse estritamente econômico, visando assim à expectativa de ganhos futuros com os lucros da empresa e o crescimento do valor de mercado das ações que adquiriu, ou interesse político, o qual pode variar de um interesse restrito em fiscalizar a condução do exercício social até uma pretensão de ter o controle da companhia.

Como consequência da captação de recursos pela negociação de títulos correspondentes à participação societária no mercado acionário, Berle e Means (1984) demonstraram que a possibilidade da dispersão das ações entre um número incontável de pessoas acarretou em diferentes formas de as companhias serem controladas.

Com vista na alta dispersão da participação societária entre proprietários desinteressados no exercício de direitos políticos, Berle e Means (1984) demonstraram a separação do controle da companhia da propriedade da companhia. Assim, com o advento das grandes sociedades anônimas, houve uma distinção daquele que controla a sociedade e aquele que é o proprietário da sociedade. Sobre este fenômeno, Berle e Means compararam a propriedade da pequena empresa e das grandes sociedades anônimas:

No passado, a posse de uma empresa comercial, [...] sempre envolveu, ao menos teoricamente, dois atributos: primeiro, o de arriscar a riqueza previamente acumulada na empresa com objetivo de lucro; segundo, a administração e a responsabilidade final por essa empresa. Mas na

moderna sociedade anônima, esses dois atributos da propriedade não são mais exercidos pelo mesmo indivíduo ou pelo mesmo grupo. O acionista renunciou ao controle sobre sua riqueza. Tornou-se um fornecedor de capital, uma pessoa que assume todos os riscos, enquanto a responsabilidade e a autoridade supremas são exercidas pelos diretores e pelo 'controle' (BERLE; MEANS, 1984, p. 264).

A separação do controle da propriedade permite distinguir aqueles que têm interesse principalmente econômico sobre a companhia e aqueles que têm interesses principalmente políticos.

Em princípio, pensando em uma empresa em atividade, enquanto o credor de dívida tem como direitos econômicos, o direito a restituição do valor emprestado no prazo em que a obrigação tornar-se exigível e o direito a remuneração do capital emprestado pelos juros previamente pactuados, o credor por aquisição de participação societária tem o direito aos lucros sociais. Nesse sentido, os sócios têm direitos econômicos residuais sobre o fluxo de caixa. De tal sorte que, somente depois de satisfeitas todas as obrigações exigíveis que a empresa tem é que os acionistas terão o direito sobre o fluxo de caixa da companhia. Os dividendos¹⁷ só estarão a disposição dos acionistas, após a satisfação de todas as obrigações¹⁸.

Já considerando uma empresa em estado de liquidação, independente do motivo, o credor do financiamento por dívida também tem privilégio em relação aos acionistas, os quais tem direito remanescente sobre os bens em liquidação. Somente depois de satisfeitas todas as obrigações que os sócios terão direitos sobre os haveres sociais.

Os direitos residuais dos sócios sobre o patrimônio da companhia em liquidação decorrem da constituição da pessoa jurídica. Os sócios ao constituírem a pessoa jurídica comprometem-se a arriscar um determinado montante de capital, o qual será utilizado para responder pelas obrigações da companhia. Nesse sentido, o ordenamento jurídico regulou vastamente o assunto, sempre reiterando a precedência dos direitos dos credores por dívida em relação aos direitos dos sócios na liquidação da companhia, assim, o artigo 215 da Lei das S.A.¹⁹ e o artigo 83 da Lei de Falência²⁰ dispuseram de tal maneira.

¹⁷ Artigo 201 da Lei das S.A. dispõe: A companhia pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o parágrafo 5º do artigo 17.

¹⁸ Nesse sentido: "Investors bear the risk of failure (sometimes we call them 'risk bearers') and receive the marginal rewards of success. Equity investors are paid last, after debt investors, employees, and other investors with (relatively) 'fixed' claims. These equity investors have the 'residual' claim in the sense that they get only what is left over – but they get all of what is left over." (EASTERBOOK; FISCHER, 1991, p. 10-11)

¹⁹ Lei das S.A. Artigo 215: A assembleia-geral pode deliberar que antes que ultimada a liquidação e depois de pagos todos os credores, se façam rateios entre os acionistas, à proporção que se formem apurando os haveres sociais.

²⁰ A Lei de Falência dispõe sobre a ordem de pagamento em caso de falência e liquidação do patrimônio da companhia. Assim a Lei de falência dispõe: Art. 83. A classificação dos créditos na falência

Contudo, apesar de o credor por participação societária ter direitos sobre os resultados da companhia, só poderá ele ter um direito econômico exigível se, após o pagamento de todas as obrigações da companhia, ou seja, após pagar todos os credores que disponibilizaram recursos pelo financiamento por dívida, ainda sobraem recursos e, ainda assim, o direito dos acionistas não é exigível, tornando-se assim somente após a deliberação sobre a destinação dos resultados da companhia.

Desta forma, Orlando Gomes dispôs que:

Os dividendos são a forma de participação nos lucros atribuída aos acionistas de uma sociedade anônima. Calculam-se mediante porcentagem sobre os mesmos lucros e são pagos periodicamente. Nisso se aproximam dos juros, pela forma. Substancialmente, constituem também remuneração de capital aplicado. Mas, no dividendo, a porcentagem não é invariável, como ocorre com os juros. Ademais, são diversas as finalidades econômicas. Igualmente periódicas e homogêneas são as prestações que consistem no pagamento de uma renda. Distinguem-se dos juros porque não constituem remuneração pela privação temporária de capital a ser devolvido. (GOMES, 2008, p. 72)

Com esta característica legal do financiamento por participação societária é possível, como também realizado no financiamento por dívida, apresentar as características financeiras deste financiamento. Assim, por estarem vinculados aos resultados da companhia e dependerem não só da prévia satisfação das prestações impostas pelas obrigações que a companhia tem, mas também da deliberação sobre a sua destinação, é que o rendimento dos direitos econômicos dos sócios é variável. E, ainda, o capital investido por participação está vinculado aos resultados da companhia e é variável por eles, pois, diferentemente dos investidores por dívida, os investidores por participação societária tem direitos políticos na companhia, o que lhes permitem, independente da forma e pelo menos legalmente, participar do exercício da atividade empresarial.

obedece à seguinte ordem: I – os créditos derivados da legislação do trabalho, limitados a 150 (cento e cinquenta) salários-mínimos por credor, e os decorrentes de acidentes de trabalho; II - créditos com garantia real até o limite do valor do bem gravado; III – créditos tributários, independentemente da sua natureza e tempo de constituição, excetuadas as multas tributárias; IV – créditos com privilégio especial, a saber: a) os previstos no art. 964 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002; b) os assim definidos em outras leis civis e comerciais, salvo disposição contrária desta Lei; c) aqueles a cujos titulares a lei confira o direito de retenção sobre a coisa dada em garantia; V – créditos com privilégio geral, a saber: a) os previstos no art. 965 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002; b) os previstos no parágrafo único do art. 67 desta Lei; c) os assim definidos em outras leis civis e comerciais, salvo disposição contrária desta Lei; VI – créditos quirografários, a saber: a) aqueles não previstos nos demais incisos deste artigo; b) os saldos dos créditos não cobertos pelo produto da alienação dos bens vinculados ao seu pagamento; c) os saldos dos créditos derivados da legislação do trabalho que excederem o limite estabelecido no inciso I do caput deste artigo; VII – as multas contratuais e as penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas, inclusive as multas tributárias; VIII – créditos subordinados, a saber: a) os assim previstos em lei ou em contrato; b) os **créditos dos sócios e dos administradores sem vínculo empregatício.**

É decorrente dos dispositivos legais do financiamento por participação que derivam as características apresentadas pelos economistas²¹. No mais, também vale ressaltar que o credor por aquisição de participação societária, não tem interesse só na remuneração do capital investido, mas também tem interesse no crescimento da companhia, ou seja, que a companhia tenha um crescente valor de mercado para que, assim, os títulos que correspondem a participação societária tenham um valor de mercado cada vez maior. Visando o crescimento da companhia e o crescimento do valor de mercado dos valores mobiliários emitidos pela companhia, os sócios têm mais ou menos interesse, dependendo de sua pretensão individual quanto ao investimento, no reinvestimento dos resultados de forma a financiar os ativos e o exercício das atividades da companhia.

Cabe, por fim, discernir o mercado primário e o mercado secundário na negociação dos valores mobiliários da companhia. No mercado primário ocorrem as ofertas primárias de valores mobiliários da companhia, nestas a companhia emite novos valores mobiliários para negociá-los no mercado. Já no mercado secundário, ocorrem as ofertas secundárias, nas quais detentores de títulos da companhia vendem ao mercado os títulos. No mercado primário, portanto, os recursos são revertidos para a própria companhia, enquanto que no mercado secundário, os recursos vão para aqueles que venderam os títulos (EIZIRIK; GAAL, 2011, p. 139).

Tal fato tem relevância pela diferente finalidade do mercado primário e do mercado secundário, enquanto o mercado primário tem a finalidade de financiar as companhias, para que estas possam investir em projetos, o mercado secundário tem a função de tornar líquido o investimento em participação societária. O financiamento da companhia constitui elemento central para o estudo do objeto do presente trabalho e a liquidez, como vimos, é um dos elementos na tomada de decisão para o detentor do capital proceder o investimento.

Denominam-se primários os mercados em que as trocas dão origem à criação de novos instrumentos financeiros, e secundários aqueles em que são trocados instrumentos já em circulação. Somente os mercados primários são fontes de capital para a sociedade empresária: as trocas nos mercados secundários não aumentam o capital em poder da sociedade empresária. (PEDREIRA, 1989, p. 393)

²¹ Nesse sentido: Suppose arguing, that financial instrument called equity is invented and assume that equity has the following governance properties: (1) it bears a residual-claimant status to the firm in both earnings and asset-liquidation respects; (2) it contracts for the duration of the life of the firm; and (3) a board of directors is created and awarded to equity that (a) is elected by the pro-rata votes of those who hold tradeable shares, (b) has the power to replace the management, (c) decides on management compensation, (d) has access to internal performance measures on a timely basis, (e) can authorize audits in depth for special follow-up purposes, (f) is apprised of important investment and operating proposals before they are implemented, and (g) in other respects bears a decision-review and monitoring relation to the firm's management. (WILLIAMSON, 1988, p. 580)

4. Estrutura de capital

Os aspectos jurídicos do financiamento são de fundamental relevância para a decisão sobre a estrutura de capital da empresa. O sistema legal de cada uma das formas de financiamento e as consequências inerentes a elas acarretam em diversas implicações econômicas e políticas para a empresa.

Muitos modelos econômicos sobre a estrutura de capital das companhias utilizam como pressuposto para a formulação das hipóteses, consequências e características decorrentes dos aspectos legais e jurídicos das formas de financiamento, sem, contudo, descrevê-los²².

A sujeição de todo o patrimônio do devedor, o dever de pagar eventuais perdas e danos ao credor, a publicidade da inadimplência e a decretação da falência do devedor, consequências estas do inadimplemento de obrigações relativas ao financiamento por dívida, são de fundamental relevância para a definição da estrutura de capital da empresa. Estas consequências, conferem ao credor do financiamento por dívida uma precedência nos direitos sobre o fluxo de caixa em comparação aos direitos do credor que financia a empresa por participação societária. Com isso, uma companhia com uma estrutura de capital com grande proporção de financiamento por dívida, acarreta em uma menor discricionariedade dos administradores da companhia, já que grande parte do fluxo de caixa fica comprometido com o pagamento dos juros.

A outra prioridade dos credores do financiamento por dívida em relação aos credores por participação societária é sobre os ativos da empresa em caso de falência. Em caso de falência, o credor por dívida tem prioridade em relação ao sócio na liquidação dos ativos da massa falida para o cumprimento do direito de crédito que possui.

Além da prioridade sobre o fluxo de caixa e sobre a liquidação dos ativos em caso de falência, um aspecto jurídico relevante e determinante na definição da estrutura de capital é que o financiamento por dívida confere, tão somente²³ e legalmente²⁴, direitos econômicos. O

²²Nesse sentido: “Specifically, assume that debt financing requires the debtor to observe the following: (1) stipulated interest payments will be made at regular intervals, (2) the business will continuously meet certain liquidity tests, (3) sinking funds will be set up and principal repaid at the loan-expiration date, and (4), in the event of default, the debt-holders will exercise pre-emptive claims against the assets in question.” (WILLIAMSON, 1988, p. 579-580)

²³ Cabe fazer a ressalva que por ser um negócio jurídico que prevalece a autonomia das partes, nada impede que as partes pactuem que o credor do financiamento por dívida tenha direitos políticos sobre a empresa.

²⁴ Apesar de pela lei e pela maioria das obrigações estipuladas o financiamento por dívida não conferir direitos políticos aos credores, é possível que o credor do financiamento por dívida tenha direitos políticos decorrentes de uma situação fática e não legal. A este tipo de influência política de credores que têm apenas

credor do financiamento por dívida teria, legalmente, direitos políticos apenas na decretação da falência e afastamento do devedor do exercício das atividades.

Pelo fato de o credor não ter direitos políticos e, conseqüentemente não participar da condução dos negócios da companhia, não tem ele, em regra, direitos de decidir, administrar e nem sequer de acompanhar o exercício das atividades sociais. Tal fato acarreta em uma característica básica do financiamento por dívida, o prévio e fixo acordo entre credor e devedor quanto à remuneração do capital emprestado, dos juros. Por estas características, a remuneração dos recursos emprestados é fixa e não varia de acordo com os resultados da empresa.

Assim, não tendo o credor uma segurança jurídica quanto a eventuais remunerações variáveis e vinculadas à atividade e resultados da empresa, a remuneração do credor é uma remuneração fixa e previamente estabelecida pelas partes. A quantia a ser paga a título de juros, portanto,

deve ser determinada desde a origem da obrigação. Decorre esse princípio da natureza acessória da dívida remuneratória. Na determinação, influem, segundo exposição de Hedemann, três fatores: 1º, o grau de segurança da inversão; 2º, as relações concretas existentes entre as partes, assim entendidas a necessidade de dinheiro do devedor e o interesse de inversão do credor; 3º, a situação geral do mercado de capitais, determinada pela abundância ou escassez de capitais disponíveis. (GOMES, 2008, p. 66)

No financiamento por dívida cabe ao credor analisar a situação financeira do devedor antes de realizar o empréstimo, uma vez que não participa das atividades sociais. Os direitos preferenciais sobre o fluxo de caixa e sobre os ativos sociais na liquidação decorrem do fato de o credor não estar na direção dos negócios sociais.

5. Conclusão

O presente artigo descreveu os principais aspectos jurídicos da estrutura de capital e das principais formas de financiamento que a compõem, o financiamento por dívida e o financiamento por participação societária. Estes aspectos jurídicos da estrutura de capital têm importante relevância tanto na decisão de alocação dos recursos pelos investidores, quanto na definição das formas de financiamento pela empresa.

relações obrigacionais com a empresa, Berle e Means (1984) denominaram como controle externo das companhias.

Pela perspectiva dos investidores, a segurança jurídica conferida pelas normas implicam em uma importante variável de análise na decisão de alocação de recursos. Com isso, regras que garantam uma maior proteção dos investidores, permitem um desenvolvimento do mercado financeiro e, conseqüentemente, um desenvolvimento da economia como um todo.

Por outro lado, os aspectos jurídicos dos diferentes tipos de financiamento são decisivos na decisão de administradores e controladores sobre a estrutura de capital da empresa. Para a definição da estrutura de capital, os administradores e controladores levam em consideração algumas conseqüências destes aspectos jurídicos, como comprometimento do fluxo de caixa no pagamento de dívidas e compartilhamento do controle no caso de financiamento por participação.

A descrição dos aspectos jurídicos da estrutura de capital apresentada neste artigo pretendeu explicitar as relações estabelecidas entre a empresa e aqueles que a financiam, apresentando os principais direitos e obrigações das partes envolvidas. Por fim, cabe expor que estes aspectos jurídicos demonstram a importância e influência do sistema legal na economia e no mercado financeiro, de forma que o mercado financeiro não existe fora das leis e do sistema jurídico.

6. Referências bibliográficas

AGHION, P.; BOLTON, P. An incomplete contracts approach to financial contracting. **The review of Economic Studies**, 59, n. 3, Julho 1992. 473-494.

ARIDA, P.; BACHA, E.; LARA-RESENDE, A. High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty, Rio de Janeiro, 2004. Disponível em: <ftp://139.82.198.57/mgarcia/Macro%20II/ABRrevised.040303.PDF>. Cited by 0044.

BERGLOF, E. Corporate control and capital structure: essay in property rights and financial contracts. **institute of international business**, Stockholm, 1990.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

COELHO, F. U. **Curso de direito comercial**. 16ª. ed. São Paulo: Saraiva, v. II: Direito de empresa, 2012.

COMPARATO, F. K. **Aspectos jurídicos da macro-empresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

DINIZ, M. H. **Curso de direito civil brasileiro: teoria geral das obrigações**. 27^a. ed. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2012.

EASTERBOOK, F. H.; FISCHER, D. R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1991.

EIZIRIK, N. et al. **Mercado de capitais - regime jurídico**. 3^a. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, Junho 1983.

FILHO, O. B. Novos rumos para a sociedade anônima: as empresas no contexto social. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 419, p. 21-27, Setembro 1970.

GOMES, O. Novas dimensões da propriedade privada. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 411, p. 9-14, Janeiro 1970.

GOMES, O. **Obrigações**. 17^a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, Março 1991.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, 48, n. 3, Junho 1958. 261-297.

PEDREIRA, J. L. B. **Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos e fundamentos**. 2^a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

REQUIÃO, R. **Curso de direito comercial**. 31^a rev. e atual. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

WILLIAMSON, O. E. Corporate finance and corporate governance. **The Journal of Finance**, Chicago, v. 43, n. 3, p. 567-591, Julho 1988.