

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**FINANCIAMENTO INDUSTRIAL: UM  
COMPARATIVO ENTRE AÇÕES E TÍTULOS DE  
CRÉDITO**

KETZA CARDOSO LEITE DA SILVA  
Matrícula 107400391  
E-mail: [ketza.cardosoo@gmail.com](mailto:ketza.cardosoo@gmail.com)

Orientadora: Prof<sup>a</sup> Maria Tereza Leopardi Mello  
E-mail: [leopardi@ie.ufrj.br](mailto:leopardi@ie.ufrj.br)

DEZEMBRO 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**FINANCIAMENTO INDUSTRIAL: UM  
COMPARATIVO ENTRE AÇÕES E TÍTULOS DE  
CRÉDITO**

---

KETZA CARDOSO LEITE DA SILVA  
Matrícula 107400391  
E-mail: [ketza.cardosoo@gmail.com](mailto:ketza.cardosoo@gmail.com)

Orientadora: Prof<sup>a</sup> Maria Tereza Leopardi Mello  
E-mail: [leopardi@ie.ufrj.br](mailto:leopardi@ie.ufrj.br)

DEZEMBRO 2010

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.*

## **RESUMO**

Quando o empresário não se atém ao reinvestimento de lucros e recorre ao capital de terceiros para financiar a atividade industrial, pode fazê-lo pela obtenção de empréstimos via títulos de crédito (em especial títulos de crédito industrial e duplicatas) ou pela venda de ações, expandindo o quadro societário da empresa. O presente trabalho visa explicitar e comparar as diferentes formas de financiamento industrial.

## **ABREVIATURAS**

BCB – Banco Central do Brasil

BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CC – Código Civil Brasileiro / 2002

CPC – Código de Processo Civil Brasileiro / 1973

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

LD – Lei nº 5474/68: “Lei das Duplicatas”

LSA – Lei nº 6404/76: “Lei das Sociedades Anônimas”

S/A – Sociedade Anônima

STJ – Superior Tribunal de Justiça

## ÍNDICE

Introdução .....	6
Capítulo 1 – Títulos de crédito .....	10
1.1 – Princípios dos títulos de crédito .....	10
1.1.1 – Princípio da cartularidade .....	11
1.1.1.1 – Desmaterialização dos títulos de crédito .....	11
1.1.2 - Princípio da literalidade .....	12
1.1.3 – Princípio da autonomia .....	13
1.2 – Classificações dos títulos de crédito .....	14
1.2.1 – Quanto à forma de circulação .....	14
1.2.2 – Quanto ao modelo .....	15
1.2.3 – Quanto à estrutura .....	16
1.2.4 – Quanto às hipóteses de emissão .....	16
1.3 – Títulos de crédito industrial .....	17
1.3.1– Das garantias da cédula de crédito industrial .....	18
1.3.2– Da cobrança do título de crédito industrial .....	19
1.4 – Duplicatas .....	19
1.4.1 - Emissão, aceite e cobrança da duplicata .....	21
1.4.2 – Endosso .....	24
1.4.3- Aval .....	24
1.4.4 - Instituições bancárias .....	25
1.4.4.1 – Desconto bancário .....	25
1.4.4.2 – Cobrança simples bancária .....	26
Capítulo 2 – Ações .....	27
2.1 – Sociedades Anônimas de Capital Aberto .....	27
2.2 – Comissão de Valores Mobiliários .....	28
2.3 – Oferta pública inicial .....	29
2.4 – Mercados primário e secundário .....	30
2.4.1 – Bolsa de Valores e Mercado de Balcão .....	30
2.5 – Capital Social .....	31
2.6 – Classificação das ações .....	32
2.6.1 – Quanto aos direitos e obrigações .....	32
2.6.2 – Quanto à forma de circulação .....	33
2.7 – Valor das ações .....	34
2.8 – Reserva legal e reservas de capital .....	36
2.9 - Dividendos e juros sobre o capital próprio .....	37
Capítulo 3 – Financiamento industrial via ações e títulos de crédito .....	39
3.1 – Qualidade do detentor do título .....	39
3.2 – Vínculo entre ações e títulos de crédito e produção .....	40
3.3 – Proteção aos financiadores .....	41
3.3.1 - As sociedades anônimas de capital aberto e os acionistas minoritários .....	42
3.4 - Funções complementares das ações e títulos de crédito .....	43
3.5 – O financiamento como propulsor econômico .....	44
Conclusão .....	48
Referências Bibliográficas .....	50

## INTRODUÇÃO

Pode-se entender a história da economia em três momentos. No primeiro, denominado escambo, a produção familiar que excedia ao seu consumo era trocada pelo excedente de outra família, de modo a se alcançar a maior satisfação possível das necessidades de ambas as partes.

No entanto, tal sistema não se mostrava muito eficiente, dada a dificuldade de se encontrar famílias com necessidades compatíveis. Por diversas vezes, era necessária uma sucessão de trocas até que se alcançasse o objeto de seu desejo.

Na tentativa de facilitar tais transações, foi criada a moeda. A função desta é atuar como meio de troca, isto é, como uma intermediária nas transações, de modo a agilizar o processo. Para tanto, é necessário que seja de fácil transporte, leve, durável, difícil de falsificar, mas, primordialmente, aceita e reconhecida por todos os agentes econômicos de tal sociedade. Assim, a família podia trocar o bem excedente por pecúnia e, em seguida, trocar esta por outro bem de seu desejo; evitando transtornos de sucessivas trocas.

Finalmente, o contínuo crescimento da economia tornou necessária uma circulação de riquezas mais ágil, de maneira a possibilitar que a produção não fosse interrompida por falta de disponibilidade de recursos naquele momento. Estabeleceram-se, assim, relações financeiras entre os agentes econômicos; segundo Cardim de Carvalho (2007):

*“Relações financeiras são estabelecidas sempre que um agente econômico é capaz de transferir o comando sobre recursos para terceiros, contra o reconhecimento de uma obrigação (e de seu serviço) por parte do beneficiário. Esta transferência habilita o beneficiário a implementar planos de gasto que seriam inviáveis em qualquer outra circunstância. Ela serve, assim, para viabilizar a separação entre quem possui comando sobre a renda social e quem vai utilizá-la efetivamente. A mais simples e fundamental forma de relação financeira conhecida é o crédito”.* (p. 212).

De forma diversa aos dois primeiros momentos da economia, em que a contraprestação era imediata, o crédito representa um adiantamento, isto é, um agente

econômico que possui recursos abundantes financia outro agente, possibilitando-lhe acesso mais rápido ao recurso que deseja. Em troca, o devedor remunera o capital do credor, ou seja, o pagamento da dívida é acrescido de juros.

Embora o crédito tenha sido visto no passado como uma atividade ilegítima, em que os juros representavam um abuso da parte dos credores, como se estivessem obtendo proveito diante de uma situação ruim pela qual passava o devedor, hoje é inquestionável que o crédito promove crescimento econômico.

Para que haja o financiamento, no entanto, é necessário que alguém se disponha a emprestar seu capital a outrem, numa espécie de troca de bens presentes por bens futuros, isto é, aceite consumir no futuro em detrimento de um consumo momentâneo. Para isto, é necessário que o financiador tenha confiança de que o devedor efetivamente lhe pagará. É por isso que o crédito é conhecido como uma relação embasada em dois elementos: tempo e confiança.

Entretanto, especialmente o elemento confiança é falho; os credores incorrem em grande risco, o da inadimplência. Como tentativa de garantir maior segurança a estes, para que se disponham a financiar as atividades econômicas de terceiros, criaram-se os títulos de crédito. Estes são títulos executivos; ou seja, garantem ao seu possuidor que, caso o devedor não lhe pague o valor contido no título, será executado judicialmente; sendo penhorados seus bens até a cobertura de tal valor<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> O *processo de conhecimento* tem por fim examinar uma controvérsia sobre o direito material e decidir sobre quem tem razão. [...] Para tanto, [o juiz] toma conhecimento dos fatos e do significado que lhes atribuem o autor e o réu, e profere sua sentença. O *processo de execução* visa à satisfação da dívida, uma vez que já se sabe quem deve e o que deve; a execução só é possível quando se dispõe de um título, cuja formação pode ser judicial, como é o caso da sentença proferida no processo de conhecimento, ou extrajudicial, um documento ao qual a lei atribui essa qualidade. [...] [Quem promove um processo de execução] não pede uma decisão sobre uma controvérsia; pede providências concretas para que o seu direito se torne efetivo (Machado, 2008, pp. 462-463). O título de crédito goza de presunção de certeza e liquidez, isto é, presume-se que o crédito existe e o valor é exatamente o que consta do título. Assim, pode ser levado diretamente a processo de execução (em outras palavras, é um título executivo extrajudicial). O juiz então concede um prazo para que o devedor pague e, caso este não efetive o pagamento dentro do prazo, o juiz manda penhorar seus bens. O devedor deve arcar inclusive com os gastos da penhora.



Dentre os títulos de crédito, destacam-se a duplicata e o título de crédito industrial. Mediante a primeira, a indústria recebe adiantamento de seu fornecedor, isto é, recebe a mercadoria que será paga parceladamente ou em parcela única futura. No segundo, o financiador é uma instituição financeira e o bem adiantado é o dinheiro, mediante abertura de uma conta bancária vinculada à operação.

Há também empresas que possuem capacidade de se financiar mediante venda de títulos de propriedade; assim, os compradores tornam-se co-proprietários da empresa. As sociedades anônimas de capital aberto, mediante autorização da Comissão de Valores Mobiliários, podem negociar parte do capital social no mercado de capitais. Realizam capitalização da empresa, isto é, vendem ações novas no mercado, captando recursos a serem utilizados no financiamento da atividade empresarial ou industrial.

A necessidade de financiamento é óbvia porque, assim como entende Cardim de Carvalho (2007, p. 213), coincidir o empreendedor e o detentor de recursos na mesma pessoa é algo muito raro. Desta forma, agentes econômicos que possuem capital mas não estão dispostos a investi-lo, podem financiar aqueles agentes que se encontram em situação oposta, isto é, possuem ideias, enxergam no mercado uma oportunidade para criação de um novo negócio, mas não dispõem de recursos para tanto. Mediante o financiamento, o capital ocioso torna-se produtivo.

No caso de o agente financiado ser uma indústria, é notório que o crédito é responsável por um impulso nas atividades produtivas. O melhor aproveitamento do capital, injetando-o antecipadamente na produção, antecipa a criação de riquezas.

O financiamento pode ser necessário à criação da indústria, aos seus grandes investimentos e mesmo às suas atividades corriqueiras, caso não haja lucro suficiente para reinvestir, ou simplesmente o capital não esteja disponível, por estar alocado em outra aplicação. O financiamento pode, ainda, ser o responsável por reerguer uma indústria, sustentando suas atividades até que a empresa gere lucros bastantes para a cobertura de suas dívidas e então retome sua independência.

De tal modo, os financiamentos fomentam as atividades industriais, alavancando a economia. A facilidade na obtenção de financiamentos consiste num incentivo ao empreendedorismo, com investimentos sólidos, e não apenas em setores especulativos.

As atividades industriais podem ser financiadas pelo reinvestimento de lucros da

empresa, pelo aumento do capital social via subscrição de ações ou por obtenção de crédito, seja de instituições financeiras (título de crédito industrial), seja de fornecedores (duplicata, que também é título de crédito).

Do estudo do capítulo V da obra de Santa Cruz (2010), depreende-se que os títulos de crédito teriam se desenvolvido ainda na Idade Média (476 – 1453 d.C.), mesmo período em que surgiu o direito comercial. Nas cidades marítimas italianas desenvolviam-se feiras medievais; quando então surgiriam os títulos de crédito como forma de agilizar as transações comerciais. Surgiram, portanto, para acelerar o comércio, sendo depois também usados para financiar produção.

Enquanto acredita-se que um mercado organizado para venda de ações teria surgido por volta do ano 1600.

Assim, títulos de crédito e ações são instrumentos de financiamento surgidos há muito tempo na história e, usados até hoje, financiam a atividade industrial.

Este trabalho pretende analisar as diferentes fontes de financiamento industrial. Para tanto, no primeiro capítulo tem-se um estudo sobre os títulos de crédito, especialmente títulos de crédito industrial e duplicatas, e como estes estimulam a atividade industrial. O capítulo 2 trata das ações e discute a maneira pela qual estas incitam a produção. Finalmente, no capítulo 3, procede-se a comparações entre ações e títulos de crédito.

## CAPÍTULO 1 – TÍTULOS DE CRÉDITO

Como ensina Santa Cruz (2010):

*“... o crédito, que consiste basicamente num direito a uma prestação futura que se baseia, fundamentalmente, na confiança (elementos boa-fé e prazo), surgiu da constante necessidade de se conseguir uma circulação mais rápida de riqueza do que a obtida pela moeda manual. [...] Sendo assim, resta clara a importância do título de crédito para a história da economia mundial, na qualidade de documento que instrumentaliza o crédito e permite a sua mobilização com rapidez e segurança”. (p. 235).*

O título de crédito é documento representativo de uma dívida. Surgiu com a finalidade de agilizar a circulação do crédito e, por isto mesmo, a transferência de sua titularidade requer pouca solenidade; basta que o credor transfira o documento a outrem, sem necessitar de anuência do devedor. Tal característica é interessante ao credor, pois possibilita-lhe adiantar o recebimento de seu crédito.

O devedor, ao emitir ou aceitar o título, compromete-se ao pagamento daquele valor, mas não sabe quem será o credor ao tempo do vencimento da dívida, porque os títulos de crédito podem circular rapidamente. Isso agiliza as relações entre os agentes econômicos.

Quando utilizados para fins de concessão de créditos à indústria, os títulos de crédito intensificam o processo produtivo, por impedirem que a produção seja interrompida por falta de disponibilidade de capital naquele momento.

Os principais títulos de crédito são letra de câmbio, nota promissória, cheque e duplicata e as normas que lhes são aplicadas constituem a denominada legislação cambiária.

### 1.1 – Princípios dos títulos de crédito

Cesare Vivante, jurista italiano do século XIX, definiu o título de crédito como o *“documento necessário ao exercício do direito, literal e autônomo, nele mencionado”*. Tal definição é aceita unanimemente pelos doutrinadores e foi, inclusive,

incorporada ao Código Civil Brasileiro, que apenas acrescenta que o título somente produzirá efeito quando preencher os requisitos da lei.

Os princípios dos títulos de crédito são deduzidos desta definição. As expressões “necessário”, “literal” e “autônomo” remetem, respectivamente, aos princípios da cartularidade, da literalidade e da autonomia.

### **1.1.1 – Princípio da cartularidade**

Se o título de crédito é o documento necessário ao exercício do direito nele mencionado, isto significa que o credor, para efetivamente receber o que lhe é devido, deverá apresentar o documento como prova deste crédito. De tal modo, a cédula (ou seja, o título) é indispensável à exigibilidade da obrigação, caracterizando o princípio da cartularidade.

Aufere-se do princípio da cartularidade que “*o direito não existe sem o documento, não se transmite sem a sua respectiva transferência e não pode ser exigido sem a sua exibição*”. (Gonçalves, 2004, v.22, p. 06).

Outras expressões, como *princípio da incorporação* (sugere que o documento incorpora o direito) ou *documento dispositivo* (título essencial ao exercício do direito que representa), são também usadas com o mesmo sentido.

Por consequência do princípio da cartularidade, sabe-se que a posse do título pelo devedor implica o fim da relação cambial. Em outras palavras, enquanto o título é de posse do credor, é prova de que a obrigação não foi findada; podendo o credor, no prazo estabelecido no contrato, apresentá-lo para protesto e, se preciso, para execução do crédito. Logo, o devedor, quando efetiva o pagamento da obrigação, requer o título para si como prova de tal feito.

#### **1.1.1.1 – Desmaterialização dos títulos de crédito**

Em razão do contínuo desenvolvimento da informática, o princípio da cartularidade vem sendo relativizado. Já não se exige mais do credor que tenha em mãos o documento para provar seu crédito. A concessão, cobrança e cumprimento do crédito

podem ser feitos de maneira eletrônica. Assim, ensina Emygdio Rosa (2006):

*“Como ocorre, por exemplo, com os cartões de banco com tarja magnética, que permitem a retirada de dinheiro da conta-corrente bancária em substituição ao cheque. O mesmo ocorre com as ‘duplicatas virtuais’, correspondentes a registros eletromagnéticos transmitidos via computador por empresário ao banco, que, também através de computador, pode processar a cobrança ao devedor”.* (p.66).

Os títulos produzidos e utilizados via computador conferem maior agilidade à circulação do crédito. Este processo de substituição do papel por meios eletrônicos chama-se *desmaterialização dos títulos de crédito*.

### **1.1.2 - Princípio da literalidade**

“O título de crédito é o documento necessário ao exercício do direito, **literal** e autônomo, nele mencionado”. A literalidade pressupõe que o título representa exatamente o que dele consta. O valor a ser pago é o expresso; nada abaixo, nada acima. Diz-se que este princípio atua em duas direções, uma positiva, outra negativa; isto porque é garantido ao credor que receba tudo o que está expresso e ao devedor que pague somente o que está escrito.

Ainda além do valor, o princípio da literalidade estende-se a quitações parciais, aval, endosso e qualquer outra modificação na relação cambial, que somente serão válidos se constarem da cártula.

Este princípio ganha importância por garantir a função essencial do título de crédito, que lhe deu origem: a circulação do crédito. “*Como a pessoa que recebe o título tem a certeza de que a partir de sua simples leitura ficará ciente de toda a extensão do crédito que está recebendo, sente-se segura a realizar a operação*” (Santa Cruz, 2010, p. 243). Isto facilita que o título de crédito seja transferido pelo credor originário a um novo credor e então repassado a outro e assim sucessivamente, fazendo circular o crédito. Configura-se, portanto, numa garantia ao terceiro de boa-fé que, ao fim dos repasses, será o credor de um devedor que, possivelmente, não conhece.

### 1.1.3 – Princípio da Autonomia

Segundo o princípio da autonomia, o título de crédito promove um direito autônomo, desvinculado da obrigação que lhe deu origem. Este princípio é fundamental à segurança nas relações cambiais, pois se a primeira relação jurídica é irregular, inválida ou ineficaz, isto não afeta as relações posteriores.

Por exemplo: a empresa “A” compra mercadorias da empresa “B”, comprometendo-se ao pagamento via aceite de duplicata no valor de R\$ 5.000,00. A empresa “B”, que deve R\$ 5.000,00 à empresa “C”, endossa-lhe a duplicata. Neste momento, a empresa “C” torna-se credora de “A”. Caso “A” alegue nulidade na venda que “B” lhe fez, ainda assim deverá pagar o valor a “C”. [O que “A” poderá fazer é, após pagar a “C” (sua credora), entrar com uma ação de regresso contra “B” para desta receber de volta o valor pago, devolvendo a mercadoria e anulando a venda].

A explicação para isto está no princípio da autonomia. As relações constantes do título são independentes entre si e, portanto, qualquer vício na relação entre “A” e “B” não afeta a relação entre “A” e “C” nem entre “B” e “C”.

Na análise de Santa Cruz (2010, pp. 244-245), isto é essencial à negociabilidade e à circulabilidade dos títulos de crédito, pois os agentes econômicos podem aceitá-los como pagamento, via endosso, sem receio de o crédito ser invalidado por vício nas obrigações que antecederam a transferência do título.

A desvinculação do título à relação jurídica que lhe deu origem é também chamada *princípio da abstração dos títulos de crédito*, cuja função essencial é dinamizar a circulação de riquezas.

O fato de o último portador do título não ter seu crédito atingido por vício em relações pretéritas é também chamado de *inoponibilidade das exceções<sup>2</sup> pessoais ao terceiro de boa-fé*. Desta maneira, no exemplo acima descrito, a empresa “A” somente pode opor sua defesa à empresa “B”, com a qual efetivou o negócio. A empresa “C”, aqui caracterizada como terceira de boa-fé, que somente recebeu o título por endosso, não pode ser afetada por defesas relativas à relação originária, da qual não participou.

---

<sup>2</sup> A palavra *exceção* aqui significa defesa.

O CC, em seu art. 916 dispõe que: “As exceções, fundadas em relação do devedor com os portadores precedentes, somente poderão ser por ele opostas ao portador, se este, ao adquirir o título, tiver agido de má-fé”.

No entanto, o que se presume é a boa-fé; ou seja, caso o devedor acredite que o portador do título recebeu-o de má-fé, deverá prová-la. A má-fé é caracterizada pelo recebimento do título mesmo sabendo que havia vício na(s) relação(ões) anterior(es).

De tal forma, as únicas defesas que o devedor pode apresentar ao terceiro de boa-fé são as relativas a relações diretas entres eles ou ao próprio documento (por exemplo, prescrição).

Assim, os princípios norteadores dos títulos de crédito reforçam seu caráter executivo extrajudicial (por gozar de presunção de certeza e liquidez). O princípio da cartularidade é representativo da certeza, pois o título é posto à vista de todos, é apresentado como prova de existência do crédito. O princípio da literalidade demonstra a liquidez, afinal, o título vale pelo que está escrito. Pelo princípio da autonomia depreende-se que o caráter executivo não está atrelado à relação que lhe deu origem, mas sim ao documento. Assim, um agente econômico totalmente alheio à relação da qual se originou o título, tem garantido seu direito de executá-lo contra o devedor originário.

## **1.2 – Classificações dos títulos de crédito**

Diversas são as maneiras de classificar os títulos de crédito. As mais comuns são quanto: à forma de circulação, ao modelo, à estrutura e às hipóteses de emissão.

### **1.2.1 – Quanto à forma de circulação**

Em razão da negociabilidade, os títulos de crédito podem ser classificados em: ao portador, nominais à ordem, nominais não à ordem ou nominativos.

O título de crédito ao portador é aquele que transfere a titularidade do crédito pela simples entrega do documento. De tal forma, titular do crédito é simplesmente aquele que tem o título em mãos. Isto é possível porque o nome do titular não está

expresso na cártula.

O título no qual consta expressamente o nome do credor é dito nominal. A transferência da titularidade, portanto, requer um ato formal que insira o nome do novo credor no documento. Se este ato formal for o endosso, o título nominal é à ordem. Se o ato formal for a cessão civil, o título é dito nominal não à ordem.

Endosso e cessão civil diferenciam-se basicamente em dois aspectos. No endosso, o endossante transfere o título ao endossatário, tornando-se devedor solidário junto ao devedor principal, isto é, caso o devedor principal não pague a dívida ao novo credor, este pode cobrá-la do endossante. Já na cessão civil, o cedente transfere o título ao cessionário e não se torna coobrigado junto ao devedor; ao transferir o título, exime-se de qualquer pagamento. Além disso, o endosso é caracterizado pela inoponibilidade das exceções pessoais ao terceiro de boa-fé; caso haja vício nas relações anteriores ao endosso, tal irregularidade não pode ser justificativa para que o devedor principal não pague ao endossatário, que nada tem a ver com o vício, sequer sabia de sua existência. Na cessão civil, porém, se houve vício em qualquer das relações anteriores à cessão, o título pode ser anulado, perdendo o cessionário seu crédito.

Título nominativo pode ou não conter o nome do beneficiário expresso na cártula. O que se exige neste tipo de título é que o nome do credor esteja registrado em livro da empresa devedora. Para que a transferência seja válida, é necessário que o nome do novo credor seja inscrito neste registro específico (em livro da empresa emitente), mediante assinatura do proprietário que está transferindo o título e do adquirente.

### **1.2.2 – Quanto ao modelo**

Quanto ao modelo, os títulos de crédito podem ser livres ou vinculados.

Títulos livres são aqueles que devem respeitar apenas os requisitos essenciais previstos em lei, porém, esta não estabelece uma padronização obrigatória. Por exemplo, a nota promissória pode ser criada pelo próprio devedor em uma simples folha A4, ou ter seu molde comprado em qualquer papelaria.

O título vinculado, ao contrário, deve seguir estritamente o modelo descrito em



legislação específica. Por exemplo, a duplicata só é válida quando emitida segundo as normas do Conselho Monetário Nacional, por força do artigo 27 da lei nº 5.474/68 (Lei das Duplicatas).

### **1.2.3 – Quanto à estrutura**

Os títulos de crédito são classificados, quanto à estrutura, como promessa de pagamento ou ordem de pagamento.

A promessa de pagamento é um instrumento de confissão de dívida, em que o próprio devedor emite o título, assumindo sua obrigação e entrega-o ao credor. O comprometimento ao pagamento dá-se, portanto, no momento da emissão do contrato. A nota promissória é um exemplo de promessa de pagamento.

A ordem de pagamento é documento emitido pelo credor, descrevendo a obrigação resultante de uma relação cambiária e, então, enviado ao devedor para que aceite a dívida (mediante assinatura do contrato) e devolva a cártula ao credor. De tal forma, o compromisso somente é firmado através do aceite. Letra de câmbio e duplicata configuram-se como ordens de pagamento.

### **1.2.4 – Quanto às hipóteses de emissão**

Quanto às hipóteses de emissão, os títulos de crédito podem ser causais ou abstratos.

Quando a lei é taxativa quanto às hipóteses de emissão de um título de crédito, este é dito causal. Por exemplo, a duplicata somente pode ser emitida para documentar compra e venda mercantil (duplicata mercantil) ou prestação de serviços (duplicata de serviços).

Aqueles títulos que podem ser emitidos independentemente de expressa previsão legal são chamados abstratos. O cheque, por exemplo, pode ser emitido em qualquer relação negocial.

Vale ressaltar que a abstração aqui analisada não se confunde com a abstração enquanto princípio dos títulos de crédito. Segundo o princípio da abstração (ou

autonomia), comum a todos os títulos, estes agilizam a circulação do crédito por não se vincularem a relação que lhes deu origem. De forma diversa, a abstração ora analisada é inerente a apenas parte dos títulos de crédito; aqueles que podem ser emitidos sem a necessidade de a causa de sua emissão ser pré estabelecida em lei.

### **1.3 – Título de crédito industrial**

O financiamento à atividade industrial pode dar-se através de crédito concedido por instituições financeiras via título de crédito industrial. O devedor emite o título que é aceito pela instituição financeira. Esta, então, abre uma conta vinculada à operação em nome do devedor que a movimentará através de cheques, saques, ordens ou quaisquer outros documentos permitidos no contrato.

Este possui uma particularidade: vincula o crédito à atividade que o gerou, isto é, o devedor é obrigado a aplicar os recursos nas atividades acordadas com o credor; devendo inclusive comprovar tais aplicações na forma e no prazo exigidos pela instituição credora.

Sobre o crédito incidem juros, podendo também incidir correção monetária às taxas e aos índices fixados pelo Conselho Monetário Nacional. A taxa de juros será elevável de 1% a.a. em caso de mora.

Os títulos de crédito industrial são a cédula de crédito industrial e a nota de crédito industrial. Santa Cruz (2010, pp. 298-299) ressalta que a diferença entre elas está na garantia: a primeira ostenta garantia real, enquanto a segunda não a possui. A garantia real ocorre quando o devedor, ou alguém por ele, destina um bem para assegurar o cumprimento da obrigação. Em caso de inadimplência, a propriedade do bem é transferida ao credor<sup>3</sup>. As principais garantias reais são o penhor, incidente sobre coisas móveis e a hipoteca, incidente sobre bens imóveis.

A nota de crédito industrial, apesar de não possuir garantia real, possui força executiva, afinal trata-se de título de crédito. Assim, é assegurado ao credor, privilégio especial sobre os bens móveis não penhorados e imóveis não hipotecados do devedor e

---

<sup>3</sup> A garantia real difere-se da garantia pessoal, onde o cumprimento da obrigação é assegurado não por um bem, mas por outra pessoa que se compromete ao pagamento, como no aval.

sobre o saldo dos bens penhorados ou hipotecados em outras dívidas, depois de pagos os respectivos credores. Ou seja, na cédula, o devedor indica que bem será entregue ao credor caso não lhe pague. Já na nota, como o devedor não estipula a garantia, são definidos em lei os bens que preferencialmente serão afetados pela força executiva dos títulos de crédito, de maneira a garantir à instituição financeira o recebimento de seu crédito.

São títulos à ordem, vinculados, causais e promessas de pagamento. De tal forma, circulam por endosso; seguem exatamente os modelos anexos ao decreto-lei nº 413, os quais somente poderão ser alterados pelo Conselho Monetário Nacional; somente são utilizados “*para o financiamento concedido por instituições financeiras a pessoa física ou jurídica que se dedique à atividade industrial*” (decreto-lei nº 413, art. 1º) e são emitidos pelo próprio devedor.

Para que sejam válidas, nota e cédula de crédito industrial devem conter (decreto-lei nº 413, artigos 14 e 16): denominação “nota / cédula da crédito industrial”; data para pagamento e, sendo o título para pagamento parcelado, acrescentar-se-á cláusula estabelecendo valor e data de pagamento das prestações; nome do credor e cláusula à ordem; valor do crédito deferido, lançado em algarismos e por extenso e a forma de sua utilização; taxa de juros a pagar; praça de pagamento; data e lugar da emissão e assinatura do próprio punho do emitente ou de representante com poderes especiais. A cédula de crédito industrial deve conter, ainda: descrição dos bens objeto da garantia, que se indicarão pela espécie, quantidade, qualidade e marca; local ou depósito em que se encontrem e cláusula de obrigatoriedade de seguro dos bens objeto da garantia.

### **1.3.1 – Das garantias da cédula de crédito industrial**

Podem ser garantias: máquinas e equipamentos utilizados na indústria, matérias-primas, produtos industrializados, instalações fabris, veículos, embarcações, letras de câmbio / notas promissórias / duplicatas das quais o financiado seja credor, dentre outros bens que o Conselho Monetário Nacional venha a admitir como lastro dos

financiamentos industriais. Ressalte-se que a garantia também pode ser constituída por bens adquiridos com o próprio financiamento, desde que haja previsão contratual.

Os bens objeto de garantia asseguram o pagamento do principal, juros, correção monetária e custas processuais em que o credor incorrer (caso necessite acionar a justiça para requerer o pagamento da dívida). As despesas com a guarda e a conservação dos bens cabem ao devedor.

Em caso de baixa do valor de mercado do bem da garantia, o devedor deve averbar no contrato reforço da garantia; normalmente, o credor faz uma notificação ao emitente da cártula requisitando este reforço.

Somente mediante consentimento expresso do credor, os objetos da garantia podem ser removidos do local em que se encontram. Cabe ao credor, se assim o desejar, autorizar o emitente da cártula a vender parte ou todos os bens da garantia, na forma e condições que convencionarem (decreto-lei nº 413, art. 53).

### **1.3.2 – Da cobrança do título de crédito industrial**

Por tratarem-se de títulos de crédito, nota e cédula e crédito industrial são utilizadas no ajuizamento de processo de execução. Conforme o artigo 41 do decreto-lei nº 413, o credor despacha a petição alegando a inadimplência do devedor. O juiz, então, cita o devedor para dentro de 24 horas pagar a dívida. Não depositado o montante da dívida dentro deste prazo, o juiz mandará executar os bens constitutivos da garantia (em caso de cédula) ou sobre os quais o credor tem privilégio especial (em caso de nota); ou seja, tais bens serão levados a leilão até a cobertura do valor devido.

Sendo assim, o financiamento que a instituição financeira promove à indústria via título de crédito industrial é especialmente interessante por lhe revestir de garantias de que seu crédito será pago; quando não pelo efetivo depósito do valor devido, será pela execução dos bens da indústria.

### **1.4 – Duplicatas**

Durante a rotina de produção industrial, muitas vezes a indústria recebe

adiantamentos de seus fornecedores. Os insumos entregues à indústria que somente posteriormente serão pagos caracterizam um financiamento à atividade industrial.

As relações comerciais e prestações de serviços com prazo para pagamento superior a trinta dias podem ser acompanhadas de duplicata, por força da Lei nº 5474/68 (Lei das Duplicatas). Em caso de financiamento industrial, tal documento é utilizado como prova da dívida que a indústria contraiu com seu fornecedor.

Numa transação mercantil à vista, o vendedor deve emitir e entregar ao comprador a nota fiscal, documento comprobatório de um ato comercial, que tem por maior necessidade atender às exigências do Fisco quanto ao trânsito de mercadorias.

Em razão dos artigos 1º e 2º da Lei das Duplicatas, quando a relação comercial dá-se a prazo não inferior a trinta dias, além da nota fiscal, é necessária a emissão da fatura, documento que comprova a venda a prazo. O vendedor tem ainda a possibilidade de extrair uma duplicata; documento de emissão facultativa, tem este nome por ser uma segunda via, uma cópia da fatura. Caso a duplicata seja extraviada, tem-se a possibilidade de emitir uma triplicata, segunda via da duplicata.

Quando o devedor assina a duplicata, assume a dívida expressamente. No entanto, a duplicata é documento de aceite obrigatório; de tal forma, ainda que o comprador não aceite expressamente a dívida, por meio de sua assinatura, o aceite é presumido e a obrigação é assumida. A partir do aceite, a duplicata torna-se prova da dívida, constituindo-se, neste momento, num título de crédito.

Há de se notar, no entanto, que o aceite obrigatório não significa aceite irrecusável. Isto é, a recusa é possível desde que a justificativa para tanto seja plausível, como: não recebimento das mercadorias; vício, defeitos e diferenças na qualidade ou na quantidade das mercadorias ou divergência nos prazos ou preços ajustados.

A duplicata foi criada no Brasil; surgiu como uma opção à letra de câmbio, título de crédito utilizado nas mesmas condições da duplicata, no entanto, com uma diferença essencial: o aceite na letra de câmbio é facultativo.

Ambas funcionam da seguinte maneira: nas vendas e prestações de serviços a prazo, no momento em que o comprador (ou tomador do serviço) recebe a mercadoria (ou utiliza o serviço), recebe também um documento (ordem de pagamento) que deve

ser assinado e devolvido ao vendedor, constituindo-se em prova da dívida. Como na letra de câmbio o aceite é facultativo, o devedor podia simplesmente não assinar o documento, não assumindo a obrigação de pagar. A duplicata surge, então, como documento de aceite obrigatório; mesmo ausente a assinatura, o comprador é obrigado ao pagamento.

Assim, as funções primordiais dos títulos de crédito são mais facilmente garantidas: primeiro, possibilita-se maior circulação do crédito, pois o credor sente-se mais confiante a adiantar a mercadoria dado que o comprador não tem escolha, de qualquer maneira a obrigação é presumida; e depois, ainda que o devedor recuse-se a assinar o documento, este já é considerado um título de crédito, com todas as suas prerrogativas, inclusive sua função executiva que assegura a penhora dos bens do devedor até o valor devido, caso não efetive o pagamento, configurando-se em garantia ao credor.

A duplicata é título de crédito à ordem, vinculado, causal e uma ordem de pagamento. Isto é, circula por endosso; somente terá validade se emitida de acordo com os moldes definidos pelo Conselho Monetário Nacional; é usada exclusivamente para contratos de prestação de serviços ou de compra e venda mercantil, sendo tal exclusividade resultante de previsão legal e é emitida pelo credor e enviada ao devedor para que a aceite.

Neste título de crédito, o beneficiário é o emitente da cártula; também chamado sacador, é, por exemplo, o fornecedor que adianta os insumos à outra empresa. O devedor, aquele contra quem a ordem é emitida, é chamado sacado; sendo, por exemplo, a indústria financiada.

#### **1.4.1 - Emissão, aceite e cobrança da duplicata**

Para que seja válida, a duplicata deve conter (LD, art. 2º, § 1º): a denominação “duplicata”, a data de sua emissão e o número de ordem; o número da fatura; a data do vencimento; o nome e o domicílio do vendedor e do comprador; a importância a pagar, em algarismos e por extenso; a praça de pagamento; a cláusula à ordem; a declaração do reconhecimento de sua exatidão e da obrigação de pagá-la, a ser assinada pelo

comprador como aceite cambial e a assinatura do emitente.

Quando a indústria recebe os insumos dentro do que foi acordado, deve aceitar a duplicata e devolvê-la ao fornecedor. Caso a entrega das mercadorias (ou a prestação do serviço) tenha sido inadequada, a indústria deve recusar o aceite de forma escrita e justificada e devolver o documento ao vendedor. A recusa expressa é essencial para que não se qualifique o aceite presumido.

Como ensina Ulhoa Coelho (2003):

*“O aceite por presunção decorre do recebimento das mercadorias pelo comprador, quando inexistente recusa formal. Trata-se da forma mais corriqueira de se vincular o sacado ao pagamento da duplicata. Caracteriza-se o aceite presumido, mesmo que o comprador tenha retido ou inutilizado a duplicata, ou a tenha restituído sem assinatura. Desde que recebidas as mercadorias, sem a manifestação formal de recusa, é o comprador devedor cambiário, independentemente da atitude que adota em relação ao documento que lhe foi enviado”.* (v.1, pp. 458-459)

Assim, a menos que haja declaração por escrito explicitando os motivos da recusa, tem-se o aceite: se pela assinatura do documento, aceite expresso, ordinário; se pelo silêncio da indústria, aceite presumido.

A principal diferença entre a duplicata aceita expressamente e a aceita por presunção encontra-se no momento da cobrança da dívida. A primeira, inquestionavelmente, constitui título de crédito e, portanto, a apresentação do documento basta para a execução extrajudicial. A cobrança da segunda, porém, além da apresentação da cártula, requer comprovante de entrega da mercadoria ou prestação do serviço para que possa ser iniciada a execução extrajudicial.

Para que ocorra a execução, entretanto, é necessário que a duplicata tenha sido protestada. O protesto é ato solene em que o oficial do cartório de protesto declara, para fins de execução, que o crédito existe e não foi pago. Pode ocorrer por três motivos: falta de devolução do documento, falta de aceite ou falta de pagamento. Quando parte do valor constante do título já tiver sido paga, deve-se protestar somente o valor restante, o que é conhecido como *protesto pelo saldo*.

Em caso de retenção da duplicata pelo devedor, o credor tem duas opções.

Pode protestar por indicação, isto é, fornece ao cartório todas as informações constantes do título, retirando-as da fatura e do Livro de Registro de Duplicatas (livro obrigatório por força do artigo 19 da Lei das Duplicatas, onde são escrituradas todas as duplicatas emitidas), indicando, assim, quem é o devedor. Ou ainda, pode emitir uma triplicata e, de pronto, enviá-la para protesto.

Santa Cruz (2010, pp. 282-283) ressalta que o STJ já decidiu, reiteradas vezes, que a duplicata aceita por presunção somente pode ser executada se apresentada prova inequívoca de recebimento das mercadorias. No entanto, o mesmo tribunal entende que caso o credor não consiga provar inquestionavelmente a entrega das mercadorias, a duplicata de aceite presumido pode embasar o ajuizamento de ação monitória<sup>4</sup>. Conforme artigo 1.102.a do CPC: “A ação monitória compete a quem pretender, com base em prova escrita sem eficácia de título executivo, pagamento de soma em dinheiro, entrega de coisa fungível ou de determinado bem móvel”.

Entendendo o juiz que a petição está devidamente instruída e que é válido o crédito, deferirá a expedição do mandado de pagamento, ou seja, ordenará que a dívida seja paga. Neste caso, o que tem força executiva não é o título de crédito, mas a sentença judicial.

Nos processos judiciais comuns (*sincréticos*), há uma fase inicial, chamada fase de cognição; é um estágio de conhecimento do processo, em que o juiz determina a existência e validade ou não do crédito. Em caso positivo, o juiz profere uma sentença determinando a execução de bens do devedor em proveito do credor. Esta sentença constitui um *título executivo judicial*. Só então inicia-se a segunda fase do processo, esta sim, a execução propriamente.

Os processos instruídos com títulos de crédito, por estes serem *títulos executivos extrajudiciais*, não necessitam de sentença judicial, vão direto à segunda fase, de execução. Por isso, estes processos são chamados *executivos*.

Finalmente, a ação monitória é utilizada quando o título não possui força executiva, no entanto, constitui-se em processo mais célere que o sincrético.

Os processos executivos são especialmente interessantes por intensificarem as relações financeiras entre os agentes econômicos, dadas as presunções de certeza (o

---

<sup>4</sup> Nesse sentido: Resp 204.894-MG, Rel. Min. Waldemar Zveiter, julgado em 19/2/2001 – Informativo nº 85/2001.



crédito existe), liquidez (o crédito tem valor certo) e exigibilidade (o crédito é exigível) que permeiam os títulos de crédito.

#### **1.4.2 - Endosso**

Se o caráter executivo dos títulos de crédito já configura forte estímulo à circulação de riquezas pela confiança gerada ao credor, o endosso foi criado para reforçar esta circulação. Através dele, o credor repassa a dívida a outrem, adiantando o recebimento de seu crédito.

Nesta relação cambiária, as partes decidem se haverá ou não a chamada “cláusula sem garantia”. Nada expresso, presume-se que o endossante (transfere o crédito) é co-devedor do título, isto é, caso o devedor principal não pague, o endossatário (recebe o direito ao crédito) pode cobrar a dívida do endossante. Havendo a cláusula sem garantia, o endossante exonera-se de qualquer pagamento.

Há outra maneira de utilizar o endosso: como garantia de uma dívida, é o chamado endosso-caução ou endosso-garantia. Neste caso, a titularidade não é transferida para o endossatário, que terá apenas a posse do título, o qual é resgatado pelo endossante quando este efetua o pagamento. Em caso de inadimplência, o endossatário pode executar a garantia; neste momento torna-se titular do crédito.

O endosso pode ser feito repetidas vezes, pois não há limite de transferências. Com a circulação do título, portanto, o financiamento às atividades empresariais fica em contínua movimentação, promovendo aumento da riqueza nacional.

#### **1.4.3 – Aval**

Os títulos de crédito podem ser avalizados, o que significa que uma pessoa (avalista) pode responsabilizar-se pelo pagamento da dívida de outra (avalizado). O avalista responde de maneira equiparada ao avalizado, isto é, assume as mesmas obrigações.

Distingue-se da fiança aplicada a outros contratos porque, na fiança, o fiador tem responsabilidade subsidiária, isto é, o beneficiário só pode cobrar do fiador após ter

acionado o afiançado (devedor principal). Enquanto no aval, o avalista é responsável solidário ao avalizado, ou seja, o beneficiário do título de crédito pode cobrar de qualquer um dos dois. Portanto, quando o título de crédito é avalizado, o credor dispõe de ainda mais uma garantia.

#### **1.4.4 – Instituições bancárias**

As instituições bancárias podem exercer importante papel diante das duplicatas. Podem ser as responsáveis pelo recebimento da dívida em nome do credor, repassando-lhe o valor em seguida ou podem elas mesmas adiantar o valor ao credor, recebendo posteriormente do devedor.

##### **1.4.4.1 - Desconto bancário**

Muitos credores, almejando agilizar o recebimento do crédito, descontam a duplicata (recebem o dinheiro de imediato, mas deduzido de uma parcela apropriada pelo banco a título de desconto por estar adiantando o dinheiro ao credor).

O desconto é resultado da aplicação de uma taxa de desconto sobre o valor do título. O Banco Central do Brasil publica periodicamente as taxas de desconto de duplicatas cobradas por diversas instituições financeiras brasileiras, em ordem crescente de taxa efetiva ao mês. Segue a tabela correspondente ao período de 04/11/2010 a 10/11/2010<sup>5</sup>:

Tabela I – Taxas de desconto de duplicatas cobradas pelas diversas instituições financeiras brasileiras em ordem crescente

<b>Posição</b>	<b>Instituição</b>	<b>Taxa de juros</b>
1	BCO CITIBANK S A	1,38
2	BCO FIBRA S A	1,62
3	BCO VOTORANTIM S A	1,63
4	TODESCREDI S/A - CFI	1,77
24	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	2,50

<sup>5</sup> A relação completa das instituições publicadas encontra-se no site do BCB.

43	BCO BRADESCO S A	3,18
46	ITAÚ UNIBANCO	3,43
54	FINANSINOS S A CFI	4,95

Fonte: Banco Central do Brasil. <<http://www.bcb.gov.br/fis/taxas/htms/tx011020.asp>>. Acesso em 24 de novembro de 2010.

*“Caso alguma instituição não apareça no ranking, ou ela não opera na modalidade ou não prestou informação para todo o período”.* (BCB)

O banco, no entanto, exime-se de perdas. A empresa, portanto, não dá baixa da duplicata no ativo; registrando apenas como duplicatas descontadas. Quando o banco recebe o pagamento do devedor, avisa à empresa, que só então dá baixa ao título.

Porém, se o devedor tornar-se inadimplente, a empresa deve acertar o crédito com o banco, pagando o valor cheio do título e voltando a ter posse do mesmo.

A partir de então, a empresa aciona judicialmente o devedor, pulando a fase processual de conhecimento (onde o juiz declararia a existência e o valor do crédito) e indo direto à fase executória, caracterizando o título executivo extrajudicial. Isto significa que o juiz dará um prazo para o devedor pagar a dívida, porém, permanecendo inadimplente, de pronto o juiz mandará penhorar bens do devedor até o valor necessário ao pagamento ao credor.

#### **1.4.4.2 – Cobrança simples bancária**

*“Na cobrança simples bancária, a empresa remete os títulos ao banco apenas para fins de cobrança [...] o valor não é pago antecipadamente pela instituição financeira, que se limita a cobrar os títulos”* (Ricardo Ferreira, 2009, p. 155).

Quando o devedor efetiva o pagamento, o banco lança o valor na conta corrente do credor e envia-lhe um aviso comunicando o fato. Neste momento, a contabilidade da empresa dá baixa ao título.

## CAPÍTULO 2 – AÇÕES

Ações são títulos representativos de uma parcela do capital social de uma companhia e podem ser usadas como forma de financiamento.

Segundo Cardim de Carvalho (2007):

*“Sistemas financeiros mais sofisticados permitirão também a negociação de títulos de propriedade, em que se transacionam expectativas de pagamento, solidarizando-se todas as partes como co-proprietárias de um dado empreendimento. Aqui são comprados e vendidos, portanto, direitos de propriedade, chamados de ações de uma empresa”.* (pp. 212-213).

As sociedades anônimas de capital aberto são empresas autorizadas pela CVM a colocarem à venda, no mercado de capitais, parte de seu quadro societário. Movimentam grandes somas de recursos juntamente ao grande público via subscrição de ações.

As ações conferem aos seus titulares a condição de acionistas da companhia e, por isso, a expectativa de ganho não se restringe ao aumento do valor da ação no mercado, pois os acionistas recebem parcelas dos lucros da empresa, via dividendos e juros sobre o capital próprio (os quais serão analisados no tópico 2.9).

A ação não possui prazo para resgate, o que significa que a qualquer momento pode-se alterar o quadro societário de uma empresa, mediante negociação dos papéis no mercado.

Destaca-se o caráter democrático do investimento em ações, pois o “*Home Broker, sistema de negociação direta com a Bolsa de Valores, permite a compra de ações pela internet com aplicações pequenas, a partir de R\$ 100,00*” (Luquet & Rocco, 2005, p.12).

### 2.1 - Sociedades Anônimas de Capital Aberto

No direito brasileiro, sociedade empresária é aquela que exerce atividade profissional, econômica e organizada para a produção ou a circulação de bens ou de

serviços, conforme artigos 966 e 982 do CC. Ao presente estudo, interessa a sociedade anônima: sociedade de capital (*intuitu pecuniae* – onde o que importa não é a figura do sócio, mas sim o montante que este investiu no capital social; podendo, portanto, o quadro societário alterar-se sem o consentimento dos demais sócios), cuja responsabilidade é limitada (os sócios não respondem pessoalmente pelas dívidas sociais, isto é, as dívidas da sociedade são pagas pela execução do patrimônio da sociedade tão somente, não se estendendo ao patrimônio pessoal dos sócios) e cuja constituição é efetivada por estatuto<sup>6</sup> (e não por contrato social).

Para Santa Cruz (2010, cap. VI), a sociedade anônima é o tipo societário mais indicado aos grandes empreendimentos porque é capaz de abrir seu capital a terceiros, através da comercialização de valores mobiliários. As sociedades anônimas de capital aberto são aquelas que possuem autorização da CVM para comercializar seus valores mobiliários no mercado de capitais; quando a S/A não obtiver tal autorização, diz-se que é S/A de capital fechado. Tal distinção é vista no art. 4º da lei que regula as S/A no Brasil, lei 6404/76, segundo o qual: “*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*”.

O principal valor mobiliário emitido por uma S/A é a ação.

## **2.2 - Comissão de Valores Mobiliários**

Até meados da década de 70, competia ao Banco Central o ordenamento do mercado de capitais no Brasil. Em 1976, a lei nº 6.385 criou a Comissão de Valores Mobiliários, “*um ente estatal específico com a finalidade de assumir o controle e a fiscalização das operações do mercado de capitais no Brasil*” (Santa Cruz, 2010, p. 397). Ainda além, a CVM (autarquia federal ligada ao Ministério da Fazenda) possui papel regulamentar e sancionatório, isto é, estabelece regras gerais a serem seguidas por todos que atuarem no mercado e impõe sanções àqueles que as descumprirem. Segundo Ulhoa Coelho (2004, v.2, p.72), “*a CVM é uma autarquia federal, encarregada de*

---

<sup>6</sup> Diz-se que é uma sociedade institucional, ou seja, instituída por um ato institucional ou estatutário. A lei brasileira que trata desse tipo de sociedade é a Lei 6.404/74, que estabelece forte intervenção do legislador em detrimento da vontade dos sócios, quando da constituição e dissolução da sociedade.

*normatizar as operações com valores mobiliários, autorizar sua emissão e negociação, bem como fiscalizar as sociedades anônimas abertas e os agentes que operam no mercado de capitais”.*

A página eletrônica da CVM<sup>7</sup> destaca seus objetivos, quais sejam:

- *assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;*
- *proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;*
- *evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;*
- *assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;*
- *assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;*
- *estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;*
- *promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.*

### **2.3 - Oferta pública inicial**

Também conhecida como IPO (Initial Public Offering), a oferta inicial corresponde à primeira venda de ações da empresa no mercado de capitais. É neste momento que a empresa deixa de ser propriedade de um grupo restrito de acionistas, normalmente conhecidos entre si, para se tornar propriedade de inúmeros acionistas, muitos dos quais sequer estarão envolvidos na gestão da empresa.

---

<sup>7</sup> < <http://www.cvm.gov.br/> > Acesso em 31 de julho de 2010.

A oferta inicial é uma maneira de a empresa captar recursos para promover investimentos, alavancar a produção industrial e expandir-se.

## **2.4 - Mercados primário e secundário**

É no mercado primário que a venda de ações efetivamente financia a atividade produtiva. Isto porque, neste mercado, são lançadas ações novas, sendo a relação estabelecida diretamente entre a empresa e o investidor. O valor pago corresponde ao *preço de emissão* da ação e o dinheiro contribui diretamente com o capital social da empresa.

Após a colocação das novas ações no mercado, estas passam a ser livremente negociadas entre os investidores, no chamado mercado secundário. A empresa não é parte na negociação, o que significa que as somas de capital movimentadas não se reverterem em financiamento industrial, não são investidas na empresa.

No entanto, Cardim de Carvalho (2007, p. 216) ressalta que a existência do mercado secundário garante maior liquidez às ações e, com isso, gera maior estímulo para os agentes econômicos aplicarem seus recursos neste investimento. Assim, ainda que de maneira indireta, o mercado secundário ajuda a viabilizar os projetos da empresa.

### **2.4.1 - Bolsa de Valores e Mercado de Balcão**

De maneira a promover aos investidores um ambiente seguro para seus investimentos, somente instituições devidamente autorizadas pela CVM e pelo Banco Central podem atuar como **corretoras**, isto é, intermediárias entre seus clientes que desejam comprar e vender ações e as instituições onde se realizam tais negócios: bolsa de valores e mercado de balcão organizado. Estas instituições também são autorizadas a funcionar e supervisionadas pela CVM.

*“Associação civil sem fins lucrativos, a Bolsa de Valores é a entidade que mantém o local ou o sistema de negociação eletrônico adequado à realização de*

*transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários*” (Luquet & Rocco, 2005, p.13). A Bolsa de Valores nada mais é que uma associação de corretoras que tem por finalidade intensificar as operações do mercado de capitais.

Empresas de menor porte não são autorizadas pela CVM a atuar na Bolsa de Valores. Todavia, também podem abrir seu capital a terceiros mediante vendas de ações. O local eletrônico em que estas transações são realizadas chama-se mercado de balcão: *“trata-se do chamado mercado de acesso, onde são negociadas ações que ainda não têm porte para ir ao pregão da própria Bovespa”* (Luquet & Rocco, 2005, p.15).

## **2.5 - Capital Social**

Para constituir uma sociedade são necessários recursos. Inicialmente, estes são fornecidos pelos sócios fundadores, isto é, eles transferem dinheiro ou mesmo bens de seus patrimônios particulares para o patrimônio da empresa.

O valor total que os sócios comprometem-se a entregar à empresa é o capital social. Conforme vão efetivamente entregando os recursos (o que se chama capital social realizado), estes são transferidos ao caixa da empresa que pode, então, iniciar suas atividades, por já ter recursos disponíveis.

A alteração do capital social é uma decisão importante e por isto a lei das S/A determina de que maneiras pode ocorrer.

Por força dos artigos 173 e 174 da referida lei, a redução somente pode ocorrer por deliberação da Assembleia Geral<sup>8</sup>. A empresa restitui aos acionistas parte do valor das ações que subscreveram e extingue esta parcela de ações.

O aumento pode ser autorizado pela Assembleia Geral ou mesmo pelo estatuto. No último, a possibilidade de aumento já é prevista desde a criação da empresa, por isso o estatuto prevê o *capital autorizado*, valor até o qual o capital social pode ser aumentado, já devidamente autorizado, sem necessidade de convocar Assembleia para isto. No silêncio do estatuto, é necessária convocação de Assembleia Geral.

*“Na proporção do número de ações que possuem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital”* (art. 171, LSA). Isto significa que

---

<sup>8</sup> Órgão deliberativo da sociedade, normalmente composto pelos sócios com direito a voto.



os agentes econômicos que já são sócios da empresa têm prioridade na compra das ações novas, na mesma proporção que possuíam, como forma de manterem seu percentual do capital social, isto é, a parcela da empresa de que são donos. Caso não o queiram, as ações ficam disponíveis a sócios novos.

A empresa requer aumento do capital social quando precisa de aportes de recursos para financiar investimentos. É por isso que as sociedades anônimas de capital aberto são indicadas para grandes empreendimentos, pois possuem autorização da CVM para lançar estas ações no mercado de capitais, onde ficam disponíveis para todos os agentes econômicos. Qualquer pessoa pode tornar-se um novo sócio, o que aumenta e muito as chances de venda das ações e, portanto, de arrecadação de somas gigantescas de recursos; o que possibilita alavancar a atividade produtiva de maneira ímpar.

## **2.6 – Classificação das ações**

As ações de uma S/A podem ser classificadas quanto aos direitos e obrigações que conferem aos seus titulares e quanto à forma de circulação.

### **2.6.1 – Quanto aos direitos e obrigações**

Quanto aos direitos e obrigações conferidos aos acionistas, as ações podem ser classificadas em ordinárias, preferenciais ou de fruição. As ações ordinárias, de emissão obrigatória pelas S/As, conferem aos seus titulares o direito de voto; portanto, são estes acionistas que verdadeiramente decidem o futuro da sociedade. Como afirma Assaf Neto (2008):

*“Os acionistas ordinários deliberam sobre os destinos da sociedade, analisam e votam suas contas patrimoniais, decidem sobre a destinação dos resultados, elegem a diretoria da sociedade e podem promover alterações nos estatutos, além de deliberar sobre outros assuntos de interesse da companhia”.* (p.49).

De tal modo, é dentre os ordinarialistas que se define a maioria controladora da empresa, que deliberará sobre seus investimentos. Os dividendos que estes recebem

são, normalmente, definidos em lei; a não ser que o estatuto preveja distribuição maior.

As ações preferenciais, de emissão facultativa, conferem vantagens a seus titulares, mas também lhes impõem restrições. O estatuto da companhia especificará tais vantagens, que podem ser prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; prioridade no reembolso de capital; ou a acumulação destas. Dentre as restrições, pode constar inclusive o cerceamento do direito ao voto. Vale ressaltar que o art.15, § 2º, da LSA estabelece que “*o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas*” pela companhia. Ainda além, caso a companhia deixe de distribuir os dividendos mínimos ou fixos por três anos consecutivos, os preferencialistas podem adquirir o direito a voto até que se efetive tal pagamento.

Em 2001, surgiu no Brasil um tipo especial de ação preferencial: a *golden share*. Inicialmente, esta visava proteger os entes federativos, quando da desestatização de uma empresa. Hoje, porém, é possível também ao acionista controlador de sociedade anônima fechada, antes de alienar a maioria do capital social, emitir tais ações. Estas devem vir especificadas no estatuto e garantem ao seu possuidor o direito de veto sobre determinadas matérias; por exemplo, mudança da sede da sociedade ou de seu objeto social, modificação do estatuto social, ou mesmo liquidação da companhia.

Finalmente, as ações de gozo ou fruição resultam da amortização de ações ordinárias ou preferenciais. A companhia, utilizando-se de lucros ou reservas e sem reduzir o capital social, paga aos acionistas o montante a que teriam direito no caso da liquidação da sociedade, substituindo suas ações por outras de fruição. A partir de então, este acionista possui apenas direitos de gozo frente à companhia, como por exemplo, participação nos lucros.

### **2.6.2 – Quanto à forma de circulação**

Quanto à forma de circulação, as ações podem ser classificadas em nominativas, nominativas endossáveis ou escriturais. As ações nominativas somente se transferem mediante averbação do nome do novo titular - através da assinatura pelo vendedor e pelo comprador (ou seus representantes) do termo de transferência - no livro

“Registro de ações nominativas”, escriturado pela S/A especificamente para esta finalidade. Além disto, para que se concretize a transferência, é necessária a entrega do certificado (ou cautela) que representa a ação ao novo dono.

Como o próprio nome sugere, as ações nominativas endossáveis são transmitidas via endosso. Por isso, no livro de registros, consta apenas o nome do primeiro titular; constando no certificado os nomes dos endossatários.

Já as ações escriturais são incorpóreas, isto é, não são representadas por um certificado, mas sim por um depósito em uma instituição financeira definida pela própria sociedade e autorizada pela CVM para prestação de tal serviço. Quando da transferência, a instituição depositária apenas debita a ação da conta do vendedor, creditando-a na conta do comprador.

## **2.7 – Valor das ações**

Sob os diferentes enfoques de análise, as ações apresentam diversos valores: nominal, patrimonial, intrínseco, de mercado e preço de emissão.

*“Chama-se de valor-quociente o resultado decorrente da operação aritmética de divisão do capital social total pelo número de ações emitidas”* (Santa Cruz, 2010, p. 421). A S/A deverá estabelecer em seu estatuto se atribuirá, ou não, valor nominal às suas ações. Em caso positivo, o valor nominal corresponde ao valor-quociente.

Por força do art. 13 da LSA - *“é vedada a emissão de ações por preço inferior ao seu valor nominal”* - o valor nominal da ação é uma garantia aos sócios antigos da companhia, quando da emissão de novas ações. Isto significa que, ainda que as novas ações sejam emitidas por preço inferior ao valor patrimonial, elas possuirão um limite mínimo a ser cobrado dos novos investidores: o valor nominal.

A imputação de valor nominal às ações é uma maneira de coibir a diluição do patrimônio dos acionistas antigos.

A diferença entre o valor pago pelo subscritor (preço de emissão) e o valor nominal da ação é destinado, por força de lei (art. 182, § 1º, a, LSA), à reserva de capital.

Dividindo-se o patrimônio líquido da sociedade pelo número de ações emitidas, tem-se o valor patrimonial das ações. No momento de constituição da companhia, as ações possuem mesmo valor patrimonial e nominal, isto porque, como a empresa ainda não teve atividades, seu patrimônio líquido é composto tão somente do capital social.

Há duas situações em que ganha importância o valor patrimonial das ações; são elas: a amortização<sup>9</sup> de ações e a dissolução da sociedade. A primeira trata da criação de ações de fruição, onde se antecipa aos acionistas aquilo que receberiam caso a empresa estivesse sendo liquidada naquele momento. A segunda é efetivamente a liquidação da sociedade; recebe-se e/ou vende-se todo o ativo, paga-se todo o passivo e aquilo que restar, leia-se o patrimônio líquido, é dividido pelo número de ações, determinando seu valor patrimonial; cada acionista, então, recebe o que lhe é de direito (proporcionalmente às ações que possui).

O valor intrínseco de uma ação é calculado, segundo Ulhoa Coelho (2004), através de um:

*“Fluxo de caixa descontado, em que se estimam, em valor presente, os fluxos de caixa futuros, correspondentes à participação acionária. Quer dizer, procura-se traduzir em dinheiro presente os futuros embolsos e desembolsos da sociedade, considerando-se o risco de inadimplência de devedores ou da existência de passivos ocultos (não contabilizados)”.*  
(v. 2 pp. 90-91).

De tal modo, “o princípio baseia-se no fato de que a capacidade da empresa em gerar lucros futuros é que irá aumentar o seu patrimônio e, conseqüentemente, o do acionista” (página eletrônica da BOVESBA<sup>10</sup> – Bolsa de

---

<sup>9</sup> Amortização, resgate e reembolso de ações: na amortização, antecipa-se ao acionista aquilo que receberia caso a companhia estivesse sendo liquidada, mas a ação continua a existir, promovendo ao seu titular os mesmos direitos que possuía antes; no resgate, a companhia quer tirar as ações de circulação, então as compra de seus acionistas, para que possa então extingui-las; no reembolso, a companhia compra, nos casos previstos em lei, as ações do acionista dissidente por ele considerar incompatível com seus interesses o rumo que a companhia está tomando (se em 120 dias contados do reembolso a companhia não conseguir novo acionista para substituir o dissidente, o capital social será reduzido deste montante).

<sup>10</sup> < <http://www.bovesba.com.br/gv.asp> > Acesso em 2 de agosto de 2010.

Valores Bahia Sergipe Alagoas). Assim, quando o valor intrínseco calculado é alto, demonstrando expectativa de aumento do patrimônio da sociedade, é divulgado como maneira de atrair investidores.

O valor de mercado de uma ação decorre da *lei da oferta e da procura*, isto é, resulta da livre negociação das ações no mercado. Para Assaf Neto (2008, p. 161), é a tradução do que os investidores esperam da rentabilidade da companhia, de seu setor; da liquidez do mercado; da tributação dos investimentos; enfim, da conjuntura econômica. Trata-se do valor ao qual é efetivamente transacionada a ação no mercado de capitais secundário, isto é, excluindo-se o momento de emissão da ação.

Quando da emissão da ação, o valor cobrado por esta é o preço de emissão. A relação se dá entre a companhia emissora e o subscritor no mercado de capitais primário, quando a empresa busca aumentar seu capital social, ou mesmo no momento de sua constituição. O montante adquirido pela empresa é destinado ao capital social. Caso a companhia adote valor nominal às suas ações, como já dito, o preço de emissão não poderá ser inferior a este e, o que ultrapassar, se destinará à reserva de capital.

## **2.8 - Reserva legal e reservas de capital**

Os lucros da empresa são uma fonte de recursos essencial ao financiamento industrial, pois representam o autofinanciamento. Além de serem utilizados em investimentos, os lucros podem ser distribuídos aos sócios a título de dividendos ou juros sobre o capital próprio. No entanto, como maneira de coibir que todos os lucros da empresa sejam gastos e, portanto, numa tentativa de salvaguardar a empresa diante de algum infortúnio financeiro, a lei obriga a constituição de reserva legal. O art 193 da LSA determina que 5% do lucro líquido do exercício social<sup>11</sup> sejam aplicados na constituição de reserva legal<sup>12</sup>. Assim, caso a atividade industrial resulte em prejuízo

---

<sup>11</sup> Normalmente com duração de 12 meses, é o espaço de tempo que, após transcorrido, a empresa apura seus resultados.

<sup>12</sup> Esta não excederá de 20% do capital social e é facultada sua criação quando, somada às reservas de capital, ultrapassar 30% do capital social. Estes limites servem para que a empresa não retenha excessivamente os lucros, mas os distribua ou invista; afinal o intuito da lei é apenas proteger a empresa diante de imprevistos.

em algum exercício social, este será compensado pelos lucros retidos na forma de reserva legal.

O capital próprio da empresa comporta ainda as reservas de capital. Segundo nota explicativa da instrução CVM nº 59 / 86, “*representam acréscimos efetivos aos ativos da companhia que não foram originados dos lucros auferidos em suas operações, por não representarem efeitos de seus próprios esforços*”. Foram, por exemplo, doações de acionistas ou terceiros, contribuições governamentais sob a forma de subvenções (por exemplo, redução de alíquota de um imposto do qual a empresa é contribuinte) ou ainda, em ações vendidas por valor superior ao valor nominal, o ágio é destinado à formação de reserva de capital.

A reserva de capital pode ser utilizada para absorver prejuízos quando as reservas de lucros não forem suficientes para tanto, para resgatar ações, pagar dividendos obrigatórios ou pode ser incorporada ao capital social, o que promove aumento de recursos disponíveis para financiamento da atividade produtiva.

## **2.9 - Dividendos e juros sobre o capital próprio**

O agente econômico que aplica seus recursos na compra de ações torna-se acionista, co-proprietário da empresa e, portanto, tem direito à participação nos resultados da companhia.

Quando a empresa distribui aos acionistas parcela do lucro líquido de um determinado exercício social, está procedendo à distribuição de dividendos. Distribuir mais dividendos significa reinvestir menos lucros na atividade produtiva. Assaf Neto (2008, cap. 10) mede este *trade-off* pelo índice de Payout:

$$\text{PAYOUT} = \frac{\text{dividendos distribuídos}}{\text{lucro líquido do exercício}}$$

Baixos índices de payout indicam que a empresa retém grandes parcelas de lucros e que, naturalmente, reinveste-os em financiamento de suas atividades.

De maneira diversa, quando os recursos distribuídos aos acionistas provêm

de reservas de lucros, a remuneração é chamada de juros sobre o capital próprio. Representam, portanto, a distribuição de lucros da empresa não de apenas um exercício, mas acumulados durante inúmeros deles.

## **CAPÍTULO 3 – FINANCIAMENTO INDUSTRIAL VIA AÇÕES E TÍTULOS DE CRÉDITO**

Os títulos de crédito e as ações são maneiras de agilizar a circulação do capital, possibilitando o acesso a recursos de terceiros pelas indústrias e, conseqüentemente, sua aplicação na atividade industrial.

Estes títulos guardam diferenças entre si, as quais serão analisadas a seguir.

### **3.1 – Qualidade do detentor do título**

Enquanto os títulos de crédito proporcionam a seu detentor a qualidade de credor, vislumbrando um fim à relação cambial, as ações proporcionam a qualidade de acionista, vislumbrando um vínculo entre este e a empresa. O título de crédito é título de resgate, *“porque nasce para ser transformado em dinheiro e exaurir-se a relação cambiária, não sendo título de permanência, como a ação de sociedade anônima”* (Emygdio Rosa, 2006, p. 60).

Para o acionista, é de suma importância a prosperidade da companhia, pois isso reverte-se em dividendos e juros sobre o capital próprio para os sócios. Ainda que atue apenas como especulador, o bom desempenho da companhia aumenta a demanda por suas ações, valorizando-as no mercado e, portanto, promovendo ganhos ao especulador que as venderá por maiores preços.

Portanto, quando um agente econômico resolve tornar-se acionista de uma empresa, preocupa-se com o progresso do negócio.

Na qualidade de credor, porém, ao agente econômico é indiferente o futuro da sociedade. Sua preocupação resume-se ao recebimento do valor adiantado. É por isso que ao financiar empresas com futuro instável, o credor requer juros maiores, como uma contraprestação por estar incorrendo em maiores riscos.

Por isso também os títulos de crédito possuem função executiva (quando o credor não tem seu crédito satisfeito, protesta e executa o título, recebendo aquilo que lhe é de direito), como maneira de amparar os agentes econômicos, estimulando-os a financiarem terceiros. Ainda além, endosso, aval e desconto bancário são incentivos aos



credores: o endosso, pela possibilidade de repassar a titularidade do crédito a outrem, adiantando o recebimento ao credor; o aval, por ser uma garantia de recebimento, através da responsabilização de um agente alheio à relação cambiária pelo pagamento da dívida, dada a inadimplência do devedor principal; finalmente, o desconto bancário, típico das duplicatas, por configurar-se em outra maneira de adiantar o recebimento do crédito.

Assim, ambos os instrumentos de financiamento propulsionam a economia. A ação de maneira direta, onde o intuito do investidor é o desenvolvimento da empresa. A concessão de créditos de maneira indireta, na qual o interesse do agente econômico está na remuneração que obterá, os juros.

### **3.2 – Vínculo entre ações e títulos de crédito e produção**

Títulos de crédito e ações são maneiras de financiar a indústria. No entanto, as ações possuem um mercado secundário, onde os valores transacionados não se reverterem em bens para a empresa.

Como no âmbito do mercado secundário a empresa não é parte nas negociações (apenas ocorre a transferência da propriedade da ação entre os investidores), estas não lhe conferem nenhum aumento de recursos. Sendo assim, as grandes somas de capital movimentadas atuam de maneira especulativa. Muitas vezes, as ações aumentam de valor unicamente pela lei da oferta e da procura que vigora no mercado de capitais e não por um real aumento de capacidade produtiva da indústria. O mercado de capitais não reflete o setor produtivo.

O investidor vê-se como um jogador e não como um acionista. Na visão de acionista, a realização do investimento será a longo prazo, por refletir os investimentos sólidos da indústria. Patrimônios de acionistas e empresa crescem juntos ao longo de anos como reflexo do crescimento da atividade produtiva, de maiores mercados obtidos, enfim, da produção industrial efetiva.

Na visão de jogador, almeja ganhos de curtíssimo prazo e, portanto, especula sobre ações que muitas vezes não possuem um lastro na atividade produtiva, ou seja, na economia real, o valor da ação é muito aquém do valor transacionado no mercado de

capitais.

No entanto, a existência de um mercado secundário é um atrativo a especuladores que, não tendo interesse na gestão da empresa, têm a possibilidade de revender suas ações de maneira especulativa. Adquirem as ações tanto no mercado secundário como no primário; neste último, injetam seu capital no processo produtivo. Provavelmente, tais investidores não se tornariam sócios se, num momento seguinte, não fosse possível a venda especulativa.

Os títulos de crédito também possuem um mercado secundário onde são transferidos via endosso, mas não há um fundamento especulativo, as transações são poucas e o valor do papel não sofre variações (afinal, é o próprio documento que circula e, com ele, carrega o valor expresso).

Ambos cumprem o papel de financiadores quando são emitidos e, ao circularem, desvinculam-se da atividade industrial. No entanto, nos títulos de crédito o intuito é meramente adiantar o recebimento do valor; enquanto nas ações são movimentadas somas gigantescas de capital; tem-se a criação de um novo mercado, totalmente desvinculado da produção.

Ressalte-se que o caráter especulativo do mercado secundário de ações representa riscos aos investidores menos experientes ou mesmo aos menos atentos. Quando entre o valor da ação no mercado de capitais e o valor que efetivamente representa do capital social da empresa há uma defasagem muito grande, os investidores procedem à venda das ações. Como neste mercado vigora a lei da oferta e da procura, aqueles que vendem por último têm suas ações muito desvalorizadas e arcam com grandes perdas. Situação análoga ocorre quando os resultados da empresa são ruins; como reflexo da economia real, o valor da ação despenca.

Assim, enquanto os títulos de crédito, essencialmente, financiam a produção, grande parte do capital movimentado pelas ações não está atrelado à atividade produtiva.

### **3.3 – Proteção aos financiadores**

Normalmente, os acionistas recebem parcelas dos resultados da companhia

mediante dividendos e juros sobre o capital próprio e os credores recebem seus créditos, por espontâneo pagamento do devedor ou pela execução do título.

No entanto, quando a sociedade é liquidada, o patrimônio da empresa é destinado ao pagamento dos credores e o saldo é repartido entre os acionistas na proporção de suas ações. O artigo 83 da Lei de Recuperação e Falências (lei nº 11.101 / 2005) estipula a ordem para pagamento dos credores. A cédula de crédito industrial tem privilégio sobre a nota de crédito industrial e sobre a duplicata por ter garantia real, que estas não têm. Finalmente, o pagamento de todas elas (cédula, nota e duplicata) tem prioridade sobre o pagamento de créditos concedidos à empresa por sócios e administradores. Somente se houver saldo, procede-se à divisão deste proporcionalmente às ações que cada acionista possui.

Assim, quando da dissolução da sociedade, aqueles que a financiaram mediante concessão de créditos têm privilégio sobre os que financiaram através da compra de ações. Obviamente porque os acionistas são donos da empresa e, portanto, se têm direito a seus resultados, devem também arcar com seus prejuízos.

### **3.3.1 – As sociedades anônimas de capital aberto e os acionistas minoritários**

As sociedades anônimas de capital aberto possuem um mecanismo de proteção aos acionistas minoritários com direito a voto<sup>13</sup>, quando da alienação do controle da companhia. Isto é, quando ações da empresa forem vendidas em um montante tal que surja um novo acionista controlador (ou grupo de controle), os acionistas minoritários têm direito a vender suas ações e saírem da companhia juntamente com os controladores. Isso porque os acionistas podem não conhecer os novos sócios ou mesmo não confiar na futura gestão.

Assim, por força do art. 254-A da LSA, os acionistas minoritários têm direito à chamada “saída conjunta” ou *tag along*. O novo controlador é obrigado a realizar uma oferta pública de compra das ações com direito a voto pertencentes aos acionistas minoritários, ou seja, é obrigado a se dispor a comprá-las. Tem-se ainda a exigência de que o valor pago por ação deve ser no mínimo 80% do valor pago por ação do bloco de controle.

---

<sup>13</sup> O estatuto social pode estender este direito aos acionistas sem direito a voto.

Caso o adquirente do controle não tenha interesse em comprar toda a companhia, tem a faculdade de “*oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle*” (LSA, art. 254-A, §4º). Ressalte-se que a oferta pública permanece obrigatória. O minoritário, então, procede à escolha entre vender por no mínimo 80% ou permanecer na companhia, recebendo um prêmio.

A permanência na companhia é uma opção interessante da lei por promover um prêmio ao minoritário e um desembolso financeiro menor ao novo controlador.

O *tag along* constitui-se, portanto, numa proteção aos acionistas minoritários.

### **3.4 – Funções complementares das ações e títulos de crédito**

Assaf Neto (2008) afirma:

*“As empresas têm diversas alternativas de financiamento, obtidas principalmente de empréstimos, geração e reinvestimentos de lucros e aporte de capital de acionistas. É por meio da participação dos proprietários que as empresas adquirem melhores condições financeiras de viabilização de seus projetos de investimentos, tanto pela natureza permanente da captação, como pelo baixo comprometimento do caixa”.*  
(p.158).

Quando o reinvestimento de lucros não é suficiente ou interessante para o financiamento industrial, a sociedade recorre a recursos de terceiros. Nos momentos em que a empresa necessita de grandes aportes de capital para realização de investimentos, o aconselhável é que lance novas ações no mercado. No entanto, o financiamento da atividade industrial inclui o cotidiano da produção, quando a indústria necessita de valores mais baixos. Se a empresa não possui capital disponível no momento de uma ação corriqueira, o ideal é a compra a prazo ou para pagamento (único) futuro de seu fornecedor, ou mesmo um empréstimo bancário.

Portanto, depreende-se que títulos de crédito e ações atuam de maneira complementar. Títulos de crédito são indicados ao financiamento das atividades

rotineiras de produção industrial, enquanto é aconselhável o uso das ações como maneira de financiar os grandes investimentos da indústria.

### 3.5 – O financiamento como propulsor econômico

Da matéria publicada no dia 24/06/2010<sup>14</sup>, pelo Instituto de Estudos para o Desenvolvimento industrial (IEDI), sobre análise do crédito no Brasil de janeiro a maio de 2010, depreende-se que neste último mês, o crédito à indústria teve forte salto se comparado aos meses anteriores. Em comparação ao mês anterior, o crédito industrial cresceu 0,1% em janeiro, 0,5% em fevereiro, 0,2% em março, 0,3% em abril e, finalmente, cerca de 2% em maio, direcionando-se principalmente aos setores de metalurgia, energia e agronegócios.

Tabela II – Concessão de crédito à indústria de janeiro a maio de 2010

<b>Mês</b>	<b>Aumento do crédito industrial comparado ao mês anterior (%)</b>
Jan / 10	0,1
Fev / 10	0,5
Mar / 10	0,2
Abr / 10	0,3
Mai / 10	2

Segundo o estudo, os empréstimos dos bancos públicos (liderados pelo BNDES) cresceram 2,9% em maio frente a abril, enquanto no mesmo período os empréstimos realizados por bancos privados nacionais (dentre os quais estão os concedidos através de nota e cédula de crédito industrial) cresceram 2,2%.

Tabela III – Concessão de crédito à indústria por bancos nacionais em maio de 2010

<b>Instituição</b>	<b>Aumento do crédito (%)</b>
Bancos públicos	2,9
Bancos privados	2,2

Os financiamentos efetuados com recursos domésticos a pessoas jurídicas em geral (não apenas a indústrias) também cresceram cerca de 2% no mês, totalizando

<sup>14</sup> <<http://www.iedi.org.br/>>. Acesso em 24 de novembro de 2010.

R\$ 447 bilhões. Os financiamentos lastreados em moeda estrangeira cresceram 2,2% em maio de 2010 (após queda sofrida no mês anterior) atingindo R\$ 52,2 bilhões.

Tabela IV – Concessão de crédito a empresas em maio de 2010

<b>Recursos</b>	<b>Aumento (%)</b>	<b>Volume (R\$)</b>
Domésticos	2	447 bilhões
Estrangeiros	2,2	52,2 bilhões

Por falta de dados quanto à movimentação de recursos por duplicatas, foi utilizada a movimentação de recursos por letras de câmbio como variável *proxy*. Isto porque, sendo instrumentos similares<sup>15</sup> de concessão de crédito, acredita-se que as movimentações de recursos por cada um desses meios sejam muito próximas. Em matéria publicada pelo Banco Central referente a diversas formas de financiamento concedidas no Brasil em junho de 2010<sup>16</sup>, a letra de câmbio movimentou R\$ 2,9 bilhões no mês; sendo 27,20% deste valor referente a créditos de até R\$ 5 mil.

Na tabela a seguir, a BOVESPA divulga as empresas que subscreveram ações (lançaram-nas no mercado primário) de janeiro a início de novembro de 2010 e os valores que estas subscrições movimentaram:

Tabela V – Subscrição de ações na BOVESPA de janeiro a início de novembro de 2010

<b>Nome de pregão</b>	<b>Início de negociação</b>	<b>Número de investidores</b>	<b>Volume (R\$)</b>
ALIANSC	29/01/10	1.892	450.000.000
INPAR S/A	04/02/10	1.612	280.000.000
MULTIPLUS	05/02/10	1.388	692.384.000
BR PROPERT	08/03/10	1.831	747.500.000
OSX BRASIL	22/03/10	184	2.450.400.000
GAFISA	25/03/10	2.910	1.063.750.000
ECORODOVIAS	01/04/10	2.647	874.000.000
HYPERMARCAS	05/04/10	3.616	1.232.616.000
MILLS	16/04/10	1.358	425.925.926
EVEN	19/04/10	2.515	326.000.004
JULIO SIMOES	22/04/10	989	477.902.824

<sup>15</sup> A diferença está no aceite do título: obrigatório na duplicata e facultativo na letra de câmbio.

<sup>16</sup> <<http://www.bcb.gov.br/fis/fgc/estat/arquivos/Resumo/FGC-Resumo-semestral-062010.pdf>>. Acesso em 24 de novembro de 2010.

JBS	29/04/10	4.070	1.600.000.000
BRASIL	02/07/10	113.502	7.049.900.000
RENOVA	13/07/10	619	160.707.000
ESTACIO PART	04/10/10	1.701	62.326.156
BR INSURANCE	01/11/10	472	348.097.500

Fonte: BOVESPA. <<http://bmfbovespa.comunique-se.com.br/>>. Acesso em 24 de novembro de 2010.

A título comparativo, segue tabela divulgada pela BOVESPA sobre o volume de capital transacionado no mercado de ações de janeiro a outubro de 2010. Percebe-se que os valores transacionados no mercado primário nos meses de março (R\$ 4,3 bi), abril (R\$ 4,9 bi) e julho (R\$ 7,2 bi) - meses que mais movimentaram recursos no mercado primário - são ínfimos diante dos recursos movimentados quando se insere o mercado secundário nos mesmos períodos. Há inclusive meses em que nem houve lançamento de ações mas, mesmo nestes, o mercado secundário movimentou quantias gigantescas.

Tabela VI – Mercado de ações da BOVESPA de janeiro a outubro de 2010

<b>Mês</b>	<b>Negócios</b>	<b>Volume (R\$)</b>
Jan / 10	8.051.640	129.101.773.863
Fev / 10	7.355.993	118.060.826.881
Mar / 10	9.038.122	148.812.653.278
Abr / 10	8.098.072	138.742.846.502
Mai / 10	10.261.145	152.930.825.156
Jun / 10	8.371.028	122.648.836.025
Jul / 10	8.299.960	113.086.225.427
Ago / 10	8.970.847	123.903.065.238
Set / 10	9.398.749	140.981.372.416
Out / 10	10.220.821	155.556.621.241

Fonte: BOVESPA.

<<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/IframeHotSiteBarraCanal.aspx?altura=900&idioma=pt-br&url=www.bmfbovespa.com.br/informe/default.asp>>. Acesso em 24 de novembro de 2010.

A tabela II demonstra aumento do crédito à indústria brasileira em todo o início do ano de 2010, especialmente em maio, quando este crescimento atinge 2%. Da tabela III, percebe-se que este aumento foi promovido por bancos nacionais públicos

(2,9%) e privados (2,2%); ficando o restante a cargo de instituições estrangeiras (que também aumentaram a concessão de créditos à indústria brasileira, embora este aumento tenha sido em taxa menor que as apresentadas por instituições nacionais; quando reunidas todas, totalizam 2% de aumento do crédito à indústria). A concessão de créditos por nota e cédula de crédito industrial está inserida nas diversas maneiras de concessão de crédito à indústria por bancos privados.

Assim, a concessão de créditos fomentou a indústria através da disponibilização de recursos para a produção. Ainda além do setor industrial, toda a economia foi impulsionada pelo aumento da concessão de crédito ocorrido em maio de 2010, como depreende-se da tabela IV.

Um comparativo entre a matéria publicada pelo BCB e a tabela V demonstra claramente o que foi estudado no tópico anterior (3.4). As letras de câmbio, de maneira similar a como ocorre com as duplicatas, registraram boa parte dos empréstimos em valores iguais ou inferiores a R\$ 5 mil. Isto demonstra o caráter cotidiano do financiamento por títulos de crédito, onde os valores demandados são baixos quando comparadas aos valores movimentados pela subscrição de ações, onde a empresa que menos movimentou recursos (Estácio Part), adicionou R\$ 62 milhões a seu capital social. Assim, resta claro o caráter de financiamento de grandes investimentos das ações frente aos títulos de crédito.

Cada forma de financiamento com sua peculiaridade, fato é que todas elas estimulam produção e expansão industrial, promovendo ganhos aos setores financiados que repercutirão em crescimento de toda a economia.



## CONCLUSÃO

É notório que, por diversas vezes, o empreendedor não dispõe de capital suficiente à execução de seus projetos, necessitando recorrer ao capital de terceiros. Ainda além, é extremamente comum que essa recorrência seja habitual, não só para dar início à empresa, como também para a esta dar continuidade.

Deste modo, o financiamento surgiu como uma opção àqueles que possuem ímpeto empreendedor, mas não dispõem de recursos próprios para tanto. Através do financiamento, recursos ociosos são aplicados na produção, movimentando a economia.

A atividade industrial pode ser financiada por instituições financeiras, pelas empresas com as quais se está contratando ou pelo grande público. Assim, títulos de crédito industrial, duplicatas e ações são meios de obter recursos de terceiros a serem aplicados na atividade produtiva.

O crédito surgiu para agilizar a circulação do capital, permitindo que a produção não seja interrompida por indisponibilidade de recursos. Os títulos de crédito formalizaram a concessão de créditos, traduzindo-se em garantias aos detentores de recursos abundantes para que se disponibilizem a financiar terceiros.

A garantia primordial encontra-se em sua força executiva extrajudicial. Esta presume a veracidade do crédito e, assim, possibilita ao credor, no processo judicial, pular a fase de verificação do crédito, indo direto à fase executória, onde bens do devedor serão penhorados para efetivar o pagamento da dívida. Há ainda a possibilidade de adiantar o recebimento do crédito (via endosso e, nas duplicatas, também através de desconto bancário) ou de um terceiro responsabilizar-se pelo pagamento da dívida (através do aval).

No título de crédito industrial, a indústria compromete-se a aplicar os recursos recebidos da instituição financeira exclusivamente no que foi acordado. Enquanto a duplicata, normalmente, representa um adiantamento de insumos que os fornecedores proporcionam à indústria.

Nas ações, de modo diverso ao crédito, são negociados títulos de propriedade da empresa e, assim, os acionistas tornam-se co-proprietários, com direito a participar nos resultados (dividendos e juros sobre o capital próprio). O montante adquirido é somado

ao capital social da empresa, revertendo-se em recursos para a produção.

Assim, além do reinvestimento de seus lucros, a atividade industrial pode ser financiada por recursos de terceiros: pela obtenção de créditos ou pela venda de co-propriedade da empresa. O ideal é que os recursos alheios atuem de maneira complementar; títulos de crédito em atividades cotidianas e ações em grandes investimentos.

Portanto, o financiamento incentiva e agiliza o processo produtivo, promove inovações, gera empregos, aumenta renda, possibilitando continuidade e expansão da indústria.

O financiamento impulsiona a produção, estimula o crescimento e desenvolve economia e sociedade.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Taxas de juros de operações de crédito**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/fis/taxas/htms/tx011020.asp>>. Acesso em 24 de novembro de 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Censo semestral – créditos**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/fis/fgc/estat/arquivos/Resumo/FGC-Resumo-semestral-062010.pdf>>. Acesso em 24 de novembro de 2010.

BOLSA DE VALORES BAHIA SERGIPE ALAGOAS (BOVESBA). **Glossário**. Disponível em: <<http://www.bovesba.com.br/gv.asp>>. Acesso em 2 de agosto de 2010.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Dados de negociação**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/IframeHotSiteBarraCanal.aspx?altura=900&idioma=pt-br&url=www.bmfbovespa.com.br/informe/default.asp>>. Acesso em 24 de novembro de 2010.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Mercado primário**. Disponível em: <<http://bmfbovespa.comunique-se.com.br/>>. Acesso em 24 de novembro de 2010.

CARVALHO, Fernando J. Cardim, et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 2. Ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007, pp. 211-217.

COELHO, Fábio U. **Curso de Direito Comercial**. 7. Ed. São Paulo: Saraiva, 2003, v.1, pp. 458-459.

COELHO, Fábio U. **Curso de Direito Comercial**. 7. Ed. São Paulo: Saraiva, 2004, v.2, pp. 72 / 90-91.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Nota explicativa da instrução CVM nº 59 / 86**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=N&File=%5Cnota%5Cnota059.htm>>. Acesso em 12 de novembro de 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Objetivos**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 31 de julho de 2010.

CRUZ, André Luiz Santa. **Curso de Direito Empresarial: O Novo Regime Jurídico-empresarial Brasileiro**. 4. Ed. Bahia: Jus Podivm, 2010, pp. 235-302 / 309-433.

**Decreto-lei nº 413 / 1969** (Dispõe sobre títulos de crédito industrial). Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/1965-1988/De10413.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/De10413.htm)>. Acesso em 20 de outubro de 2010.

FERREIRA, Ricardo J. **Contabilidade Básica**. 7. Ed. Rio de Janeiro: Ferreira, 2009, p.155.

GONÇALVES, Victor Eduardo Rios. **Títulos de crédito e contratos mercantis**. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, 2004, v. 22, p. 06.

GUSMÃO, Mônica. **Lições de Direito Empresarial**. 9. Ed. Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2009, pp. 357-376.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (IEDI). **Crédito e juros**: a liderança do crédito ao consumo. Disponível em: <<http://www.iedi.org.br/>>. Acesso em 24 de novembro de 2010.

**Lei nº 5.474/1968** (Dispõe sobre as duplicatas). Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L5474.htm>>. Acesso em 01 de novembro de 2010.

**Lei nº 5.869/1973** (Institui o Código de Processo Civil). Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L5869.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L5869.htm)>. Acesso em 04 de novembro de 2010.

**Lei nº 6.385/1976** (Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários). Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm)>. Acesso em 31 de julho de 2010.

**Lei nº 6.404/1976** (Dispõe sobre as sociedades por ações). Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em 30 de julho de 2010.

**Lei nº 10.406/2002** (Institui o Código Civil). Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em 30 de julho de 2010.

**Lei nº 11.101/2005** (Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária). Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ato2004-2006/2005/lei/111101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2004-2006/2005/lei/111101.htm)>. Acesso em 18 de novembro de 2010.

LUQUET, Mara; ROCCO, Nelson. **Guia valor econômico de investimentos em ações**. 1. Ed. São Paulo: Globo, 2005, pp. 12-18.

MACHADO, Hugo de Brito. **Curso de Direito Tributário**. 29. Ed. São Paulo: Malheiros, 2008, pp. 462-463.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado Financeiro**. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2008, pp. 49-50 / 158-206.

ROSA JR., Luiz Emygdio. **Títulos de crédito**. 4. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p.66.

