

(Org.)  
MARIA CELESTE MORAIS GUIMARÃES

# DIREITO SOCIETÁRIO

DESAFIOS ATUAIS E PÓS-PANDÊMICOS

Amanda Barroca Dayrell  
Ana Flávia Barros Moreira  
Ana Flávia Marques Guimarães  
Antônio Geraldo Pimentel Filho  
Bernardo Dayrell Neiva  
Daniel da Silva Araújo Cerqueira  
Eduardo Goulart Pimenta  
Eric Gariglio Nahum  
Fabio Appendino  
Felipe Fernandes Ribeiro Maia  
Felipe Palhares Guerra Lages  
Franchesco Leopoldino Palhares

Frederico Viana Rodrigues  
Gustavo Rugani do Couto e Silva  
Júlia Oliveira Andere Teixeira  
Leonardo Guimarães  
Luís Felipe Silva Freire  
Luiza Camilo de Souza  
Marcus Guimarães Drumond  
Maria Celeste Moraes Guimarães.  
Mariana de Freitas Ribeiro  
Mariana Horta Petrillo  
Renata Teixeira Campos  
Victor Júlio Oliveira Milagres

# DIREITO SOCIETÁRIO

DESAFIOS ATUAIS E PÓS-PANDÊMICOS

A economia global, como a do país, sofreu os impactos do verdadeiro tsunami que atingiu toda a sociedade com a pandemia do "coronavírus" no ano passado e que chega até os dias atuais.

Natural que o Direito tenha sofrido os impactos da crise, que lhe impôs importantes transformações: a pandemia impulsionou o Poder Judiciário e os operadores para o universo digital de forma irreversível, remodelando a prática jurídica com a adoção de ferramentas tecnológicas cada vez mais sofisticadas.

Por sua vez, a crise das empresas, com o fechamento do comércio, a perda de inúmeros postos de trabalho e a expressiva redução da atividade econômica, exigiu do Poder Público um sem número de iniciativas legislativas para debelar os efeitos gravosos provocados na sociedade, em especial aos mais vulneráveis.

Reflexo disso, foi a edição de várias medidas provisórias, algumas convertidas em lei, e outros tantos PL's destinados a alterar legislações especiais de diversas áreas do direito, incluído o Direito Societário.

Sintomático impacto desta onda legisferante se mostrou muito acentuado na alteração da Lei de Recuperação de Empresas, Lei nº 11.101/2005, a qual, ao procurar mitigar os efeitos da crise das empresas, confrontou, em muitos dispositivos, a Lei Acionária, Lei nº 6.404/1976.

Ambas normas, são leis ordinárias especiais, que devem conviver harmonicamente, em relação que deve ser de interseção e complementaridade, mas tal objetivo tem sido prejudicado por força do apego excessivo da doutrina e dos Tribunais ao princípio da preservação da empresa, que embora de notória índole constitucional, acaba por desbalancear o sistema, jogando por terra regras legais expressas, sob a justificativa de os processos de recuperação guardarem certa peculiaridade que recomende excepcionar a norma.

O mesmo aconteceu também com o Código Civil, igualmente Lei ordinária federal, que sofreu, como a Lei das S.A., modificações várias de sorte a adaptar as operações e eventos societários às exigências do momento pandêmico.

ISBN 9786589904373



9 786589 904373 >



Comissão de  
Direito Societário

MINAS GERAIS

(Org.)  
MARIA CELESTE MORAIS GUIMARÃES

# DIREITO

# SOCIETÁRIO

DESAFIOS ATUAIS E PÓS-PANDÊMICOS

**Direção editorial:** Luciana de Castro Bastos  
**Diagramação e Capa:** Daniel Carvalho e Igor Carvalho  
**Revisão:** Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>

"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

### Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

---

GUIMARÃES, Maria Celeste Morais (org.)

Direito societário (livro eletrônico) Maria Celeste Morais Guimarães (Organizadora)  
Belo Horizonte : Editora Expert, 2021.  
ISBN: 978-65-89904-37-3

Direito Societário; 2. Sociedade empresarial; 3. Coronavírus ; 4. Pessoa jurídica;  
5. Direito empresarial

Índices para catálogo sistemático:

1. Brasil : Direito societário 34:338(81)

---

### Pedidos dessa obra:

[experteditora.com.br](http://experteditora.com.br)  
[contato@editoraexpert.com.br](mailto:contato@editoraexpert.com.br)





**Dra. Adriana Goulart De Sena Orsini**

Professora Associada IV e membro do corpo permanente do Programa de Pós-graduação da Faculdade de Direito da UFMG.

**Dr. Eduardo Goulart Pimenta**

Professor Adjunto da Faculdade de Direito da UFMG e PUC/MG

**Dr. Rodrigo Almeida Magalhães**

Professor Associado da Faculdade de Direito da UFMG e PUC/MG

**Dr. João Bosco Leopoldino da Fonseca**

Professor Titular da Faculdade de Direito da UFMG

**Dr. Marcelo Andrade Féres**

Professor Associado da Faculdade de Direito da UFMG

**Dra. Renata C. Vieira Maia**

Professora Adjunta da Faculdade de Direito da UFMG

## PREFÁCIO

### DIREITO SOCIETÁRIO - DESAFIOS ATUAIS E PÓS-PANDÊMICOS

“Trata-se de um momento peculiar, na vida jurídica do país, em que há incontável número de leis, pouco Direito e certamente muita injustiça”.<sup>1</sup>

Assim, o mestre de todos nós, Waldirio Bulgarelli, prefacia sua obra “Questões atuais de Direito Empresarial” no século passado, nos idos de 1995, cujo teor parece ter sido escrito para os dias de hoje.

Não é de se estranhar que a regulamentação legal derivada de uma orientação intervencionista estatal tenha causado um número exacerbado de leis, com incontáveis dispositivos, visando a, de um lado, abarcar toda a complexidade de operações da atividade econômica, e de outro, proteger vários interesses, com o objetivo de forçar um equilíbrio das forças em conflito.

Não só no país, mas globalmente, vive-se um estado de crise. Como muitos juristas sinalizam, a crise é recorrente: basta uma mudança de cenário e começam a frutificar os anunciantes dos distúrbios jurídicos.

“Não há algo de errado com esta coisa que conhecemos como “direito”? A crise não seria algo mais que um simples distúrbio funcional? Não teríamos uma grave lesão epistemológica?”

É a questão que também ocupa Rodrigo Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão, ao prefaciarem a obra “Direito Societário – Desafios atuais”<sup>2</sup>. A que respondem: “encarar filosoficamente os fatos, duvidando metodicamente das interpretações, seria uma boa saída para o estado de crise?”

Se assim é, como dito, um estado de crise recorrente, o que dizer do tsunami que atingiu toda a sociedade global com a pandemia do “coronavírus” no ano passado e que chega até os dias atuais?

---

1 BULGARELLI, Waldirio. Questões atuais de Direito Empresarial. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1995. p.13.

2 CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.) – Direito Societário – Desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 15

Natural que o Direito tenha sofrido os impactos da crise, que lhe impôs importantes transformações: a pandemia impulsionou o Poder Judiciário e os operadores para o universo digital de forma irreversível, remodelando a prática jurídica com a adoção de ferramentas tecnológicas cada vez mais sofisticadas.

Por sua vez, a crise das empresas, com o fechamento do comércio, a perda de inúmeros postos de trabalho e a expressiva redução da atividade econômica, exigiu do Poder Público um sem número de iniciativas legislativas para debelar os efeitos gravosos provocados na sociedade, em especial aos mais vulneráveis.

Reflexo disso, foi a edição de várias medidas provisórias, algumas convertidas em lei, e outros tantos PL's destinados a alterar legislações especiais de diversas áreas do direito.

Sintomático impacto da onda legisferante se mostrou muito acentuado na alteração da Lei de Recuperação de Empresas, a qual, ao procurar mitigar os efeitos da crise das empresas, contrariou, em muitos dispositivos, a Lei Acionária.

Ambas, recuperacional e acionária, são leis ordinárias especiais, que devem conviver harmonicamente, em relação que deve ser de interseção e complementaridade, mas tal objetivo tem sido prejudicado por força do apego excessivo da doutrina e dos Tribunais ao princípio da preservação da empresa, que embora de notória índole constitucional, acaba por desbalancear o sistema, jogando por terra regras legais expressas, sob a justificativa de os processos de recuperação guardarem certa peculiaridade que recomende excepcionar a norma.

O mesmo aconteceu também com o Código Civil, igualmente lei ordinária federal, que sofreu, como a Lei das S.A., modificações várias de sorte a adaptar as operações e eventos societários às exigências do momento pandêmico.

A Comissão de Direito Societário da OAB/MG, em face de seus objetivos institucionais, não poderia passar ao largo de tais intensas alterações legislativas, que confrontaram o “nosso” Direito, sem discutir e propor alternativas ao cenário crítico.

A par da exigência do isolamento social e das restrições impostas pelas medidas sanitárias, a Comissão conseguiu desenvolver rica agenda de eventos virtuais, como as LIVES, realizadas pelo Instagram, as vídeoconferências e as reuniões ordinárias, pela Plataforma ZOOM, divulgadas também pelo canal do YOUTUBE.

Para o coroamento de suas atividades no triênio 2019-2021, entregamos à comunidade jurídica de Minas Gerais, esta obra coletiva na qual reunimos os mais atuantes e vocacionados membros da Comissão de Direito Societário da OAB/MG, advogados renomados, que nos orgulhamos de nominar: Ana Flávia Marques Guimarães e Gustavo Rugani do Couto e Silva; Ana Flávia Barros Moreira; Amanda Barroca Dayrell e Victor Júlio Oliveira Milagres; Antônio Geraldo Pimentel Filho e Renata Teixeira Campos; Bernardo Dayrell Neiva; Daniel da Silva Araújo Cerqueira; Eduardo Goulart Pimenta; Eric Gariglio Nahum e Marcus Guimarães Drumond; Fábio Diniz Appendino; Felipe Palhares Guerra Lages; Franchesco Leopoldino Palhares; Frederico Viana Rodrigues; Júlia Oliveira Andere Teixeira; Leonardo Guimarães; Luís Felipe Silva Freire; Felipe Fernandes Ribeiro Maia; Mariana de Freitas Ribeiro e Maria Celeste Morais Guimarães.

Os temas dos artigos escolhidos pelos autores são os mais instigantes, fruto dos debates e estudos na Comissão, em que procuraram enfrentar os desafios atuais do Direito Societário, em especial no período pós-pandêmico. Por isso, os trabalhos apresentados nesta obra certamente irão despertar especial interesse de todos os que se ocupam da matéria, porque produzidos com extrema qualidade, oferecendo importantes contribuições a este que é um dos mais dinâmicos ramos do Direito.

Maria Celeste Morais Guimarães  
Presidente da Comissão de Direito Societário da  
OAB/MG

# **SUMÁRIO**

## **A RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES NO PROCESSO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL DE EMPRESAS E A POSSIBILIDADE DE SEU AFASTAMENTO EM CONTRAPONTO COM A LEI DAS S/A**

*Maria Celeste Morais Guimarães*

1. INTRODUÇÃO .....	23
2. A LEI Nº 6.404/1976 E A DISPOSIÇÃO DO ARTIGO 122.....	25
3. POSIÇÃO DOUTRINÁRIA E JURISPRUDENCIAL ACERCA DO TEMA.....	27
4. DESTITUIÇÃO DO DEVEDOR OU DOS ADMINISTRADORES DA SOCIEDADE ...	29
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	32
REFERÊNCIAS.....	35

## **VEDAÇÃO À DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS E DIVIDENDOS POR SOCIEDADE EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL: ANÁLISE ENTRE AS LEGISLAÇÕES DE INSOLVÊNCIA E SOCIETÁRIA**

*Ana Flávia Barros Moreira*

1. INTRODUÇÃO.....	38
2. RAZÕES PARA PREVISÃO EXPRESSA DA VEDAÇÃO CONTIDA NO ART. 6º-A DA LRF .....	39

3. CONFLITO DE NORMAS? .....	43
4. LUCROS E DIVIDENDOS X PRO LABORE.....	46
5. LUCROS E DIVIDENDOS NA FALÊNCIA? .....	47
6. CONCLUSÃO .....	48
BIBLIOGRAFIA .....	49

## **A DESCONSIDERAÇÃO DA PESSOA JURÍDICA EM SEDE ARBITRAL**

*Mariana de Freitas Ribeiro*

1. INTRODUÇÃO.....	52
2. ABRANGENDO O CONCEITO “PESSOA”.....	53
3. DESCONSIDERAÇÃO DA PESSOA JURÍDICA.....	56
3.1. Breve histórico .....	56
3.2 Do Incidente da Desconsideração da Pessoa Jurídica.....	58
4. ARBITRAGEM .....	63
4.1 Breve histórico .....	63
4.2 O Instituto da Arbitragem.....	64
5. A DESCONSIDERAÇÃO DA PESSOA JURÍDICA EM SEDE ARBITRAL .....	64
6. REFLEXÕES FINAIS .....	67
REFERÊNCIAS.....	69

**BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE PLANOS  
DE OPÇÕES DE SUBSCRIÇÃO E COMPRA DE  
PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS NO BRASIL**

*Marcus Guimarães Drumond  
Eric Gariglio Nahum*

1. INTRODUÇÃO .....	75
2. OPÇÕES .....	77
2.1 Conceito .....	77
2.2 Objetivos e utilidade prática das opções .....	80
2.3 Riscos: jurisprudência e insegurança jurídica .....	82
CONCLUSÃO .....	84
REFERÊNCIAS.....	85

**O AUMENTO DE CAPITAL EM SOCIEDADES ANÔNIMAS -  
ALGUNS COMENTÁRIOS BASEADOS NA LEI Nº 6.404/76**

*Ana Flávia Marques Guimarães  
Gustavo Rugani do Couto e Silva*

RESUMO .....	94
INTRODUÇÃO .....	94
CAPITAL SOCIAL .....	95
MODALIDADES DE AUMENTO DE CAPITAL.....	97
1. AUMENTO DE CAPITAL MEDIANTE EMISSÃO DE AÇÕES DENTRO DO LIMITE DO	

CAPITAL AUTORIZADO .....	98
2. AUMENTO DE CAPITAL MEDIANTE CONVERSÃO DE DEBÊNTURES EM AÇÕES; MEDIANTE EXERCÍCIO DOS DIREITOS CONFERIDOS POR BÔNUS DE SUBSCRIÇÃO OU EXERCÍCIO DE OPÇÃO DE COMPRA DE AÇÕES. ....	100
3. AUMENTO DE CAPITAL MEDIANTE CAPITALIZAÇÃO DE LUCROS E RESERVAS .....	103
4. AUMENTO DE CAPITAL MEDIANTE A SUBSCRIÇÃO DE NOVAS AÇÕES (PÚBLICA OU PARTICULAR).....	105
5. AUMENTO DE CAPITAL MEDIANTE INCORPORAÇÃO E INCORPORAÇÃO DE AÇÕES .....	111
CONCLUSÃO .....	111

## **A SOCIEDADE ANÔNIMA SIMPLIFICADA**

*Bernardo Dayrell Neiva*

1. INTRODUÇÃO .....	114
2. O QUE É A LC 182/21?.....	115
3. OS SEUS IMPACTOS NA SEARA EMPRESARIAL? .....	116
4. O QUE CONSISTE UMA STARTUP?.....	116
5. O QUE CONSISTE A S/A SIMPLIFICADA E O QUE DE FATO FOI ALTERADO PELA LC 182/21?.....	117
6. CONCLUSÃO .....	119
REFERÊNCIAS.....	124

**A AGO E O CONFLITO DE INTERESSE NA APROVAÇÃO  
DAS CONTAS DOS ADMINISTRADORES**

*Daniel da Silva Araújo Cerqueira*

1. INTRODUÇÃO.....	126
2. DO CONFLITO DE INTERESSE .....	129
2.1 Do Conflito Formal e Do Conflito Substancial .....	131
2.1.1 Do Conflito de Interesse Formal .....	131
2.1.2 O Conflito de Interesse Substancial .....	135
2.1.2.1. Do abuso de Voto.....	138
3. DA DELIBERAÇÃO DAS CONTAS DA ADMINISTRAÇÃO .....	140
4. CONCLUSÃO .....	146
REFERÊNCIAS.....	148

**O INSTITUTO DA EXCLUSÃO EXTRAJUDICIAL DE  
SÓCIOS E SUA FUNDAMENTAÇÃO JURÍDICA: PARA  
ALÉM DA QUEBRA DA *AFFECTIO SOCIETATIS***

*Eduardo Goulart Pimenta*

INTRODUÇÃO .....	152
1. OS PRINCÍPIOS MAJORITÁRIO E COLEGIADO DAS DELIBERAÇÕES NAS SOCIEDADES LIMITADAS .....	152

2. O PRINCÍPIO DA PRESERVAÇÃO DA EMPRESA COMO FUNDAMENTO PARA A EXCLUSÃO DE SÓCIO QUOTISTA.....	156
3. O DEVER DE COLABORAÇÃO DOS SÓCIOS NA SOCIEDADE LIMITADA .....	158
4. APURAÇÃO DE HAVERES DO SÓCIO EXCLUÍDO .....	165
CONCLUSÃO .....	168
REFERÊNCIAS.....	169

**CAPTAÇÃO DE RECURSOS VIA EMISSÃO DE CÉDULAS DE  
CRÉDITO BANCÁRIO – CCBS E A DISPENSA DE REGISTRO DA  
OFERTA NA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM**

*Fabio Appendino*

1. OPERAÇÃO .....	173
2. VALORES MOBILIÁRIOS .....	174
3. CÉDULAS DE CRÉDITO BANCÁRIO - CCBS .....	176
4. CONCLUSÃO .....	183

**A MEDIAÇÃO NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS: A VINCULAÇÃO  
DO ACIONISTA À CLÁUSULA ESCALONADA**

*Felipe Fernandes Ribeiro Maia  
Mariana Horta Petrillo*

1. INTRODUÇÃO.....	188
--------------------	-----

2. O PAPEL DO DIREITO SOCIETÁRIO .....	191
2.1 A essência instrumental: o Direito a serviço da Economia .....	191
2.2 A evolução do Direito Societário.....	193
3. A S.A E SEUS PROPÓSITOS.....	195
4. OS CONFLITOS EM SOCIEDADES E OS MEIOS ADEQUADOS DE RESOLUÇÃO DE CONFLITOS.....	198
4.1. A experiência da arbitragem societária e sua consolidação com o art. 136-A da LSA. ....	204
4.2 A Mediação e a cláusula escalonada.....	208
4.3 A vinculação dos acionistas à cláusula escalonada .....	218
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	224
6. REFERÊNCIAS.....	226

## **DUE DILIGENCE DE INTEGRIDADE NO PROCESSO DE M&A**

*Felipe Palhares Guerra Lages*

1. INTRODUÇÃO .....	231
2. ORIGEM DA EXPRESSÃO “REASONABLE MAN” .....	231
3. CRIAÇÃO DA LEI QUE REGULA A SOCIEDADE POR AÇÕES.....	237
4. CASO WATERGATE, FCPA, SOX E A ORIGEM DO COMPLIANCE.....	241
5. PAR - PROCESSO ADMINISTRATIVO DE RESPONSABILIZAÇÃO .....	245
6. ORIGEM DO M&A .....	248
7. PROGRAMA DE INTEGRIDADE .....	252

8. DUE DILIGENCE DE INTEGRIDADE.....	253
REFERÊNCIAS.....	259

**OS EFEITOS DO DESCUMPRIMENTO OU VERIFICAÇÃO  
DA FALSIDADE DAS DECLARAÇÕES E GARANTIAS (REPS  
&WARRANTIES) NOS PROCESSOS DE M&A: É POSSÍVEL  
ANULAR UMA ALIENAÇÃO DE PARTICIPAÇÃO JÁ  
LEVADA A EFEITO COM A TRANSFERÊNCIA DE AÇÕES  
E, PRINCIPALMENTE, A ENTREGA DO CONTROLE/  
ADMINISTRAÇÃO DE UMA COMPANHIA AO ADQUIRENTE?**

*Franchesco Leopoldino Palhares*

1. INTRODUÇÃO .....	263
2. CONCEITO DAS DECLARAÇÕES E GARANTIAS .....	264
3. PRINCÍPIOS E PREMISSAS APLICÁVEIS AS DECLARAÇÕES E GARANTIAS .....	267
3.1 Declarações e garantias e outras cláusulas contratuais.....	269
4. DAS INDENIZAÇÕES E SUAS FORMAS DE REPARAÇÃO EM CASO DE DESCUMPRIMENTO OU FALSIDADE NAS DECLARAÇÕES.....	271
4.1 Possibilidade de anulação de alienação de participação cuja transferência de ações e do controle da companhia já tenha sido entregue ao adquirente .....	274
CONCLUSÃO.....	275
REFERÊNCIAS.....	278

**EFEITOS DA SUBCAPITALIZAÇÃO MATERIAL  
QUALIFICADA NO DIREITO BRASILEIRO**

*Frederico Viana Rodrigues*

1. INTRODUÇÃO.....	280
2. SUBCAPITALIZAÇÃO ORIGINÁRIA QUALIFICADA .....	291
3. SUBCAPITALIZAÇÃO SUPERVENIENTE QUALIFICADA .....	297
4. QUALIFICAÇÃO DA SUBCAPITALIZAÇÃO MATERIAL: ASPECTO VOLITIVO E ILICITUDE.....	303
BIBLIOGRAFIA .....	326

**EFEITOS DO DESCUMPRIMENTO OU VERIFICAÇÃO DA  
FALSIDADE DAS DECLARAÇÕES E GARANTIAS**

*Júlia Andere*

1. INTRODUÇÃO .....	331
2. CONCEITO, FINALIDADE E A PRESENÇA DAS DECLARAÇÕES E GARANTIAS NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA .....	332
3. EFEITOS JURÍDICOS-CONTRATUAIS PELA VIOLAÇÃO DAS CLÁUSULAS DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS .....	334
3.1 Indenização - exclusive remedy clause .....	334
3.2 O abatimento do preço por vícios redibitórios e anulação do contrato por vícios de consentimento.....	338

4. EFEITOS TRIBUTÁRIOS.....	341
5. CONSIDERAÇÃO FINAIS .....	343
REFERÊNCIAS.....	345

**ASPECTOS CONTROVERTIDOS NO AUMENTO DO CAPITAL  
SOCIAL DAS COMPANHIAS, MEDIANTE SUBSCRIÇÃO DE AÇÕES**

*Leonardo Guimarães  
Luiza Camilo de Souza*

RESUMO .....	350
1.INTRODUÇÃO .....	350
2. PRIMEIRA CONTROVÉRSIA: É NECESSÁRIO JUSTIFICAR A CHAMADA DE AUMENTO DO CAPITAL SOCIAL EM SI? .....	352
3. SEGUNDA CONTROVÉRSIA: O QUE SE PODE ENTENDER POR “JUSTIFICATIVA PORMENORIZADA DOS ASPECTOS ECONÔMICOS” NO ART. 170, §7º DA LEI 6.404/76? .....	355
4.TERCEIRA CONTROVÉRSIA: EXISTE UM “PADRÃO USUALMENTE RECOMENDÁVEL” PARA FIXAR-SE O PREÇO DE EMISSÃO DAS AÇÕES? .....	359
5. CONCLUSÕES.....	362
REFERÊNCIAS.....	364

# **INOVAÇÕES SOCIETÁRIAS DO MARCO LEGAL DAS STARTUPS NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

*Luis Felipe S. Freire*

1. INTRODUÇÃO .....	367
2. A QUEM SE APLICA A LEI. CONCEITO DE STARTUP. ....	368
3. INOVAÇÕES SOCIETÁRIAS DO MARCO LEGAL DAS STARTUPS.....	369
3.1. Proteção aos instrumentos jurídicos de investimento .....	369
3.1.1. Debêntures conversíveis em ações .....	372
4. ALTERAÇÕES NA LSA (LEI 6.404/76).....	373
4.1. Redução do número mínimo de diretores - alteração art. 143 da LSA .....	374
4.2. Flexibilizações para companhias menores - alteração art. 294 da LSA .....	375
4.3. Modificação nas competências da cvm - alteração art. 294-a da LSA .....	382
4.4. Definição de companhias de pequeno e médio porte - criação art. 294-b da LSA .....	384
5. CONCLUSÃO .....	386
REFERÊNCIAS.....	387

**APLICAÇÃO DA CLÁUSULA MAC (MATERIAL ADVERSE CHANGE)  
EM AQUISIÇÕES DE EMPRESAS NO CONTEXTO DE PANDEMIA**

*Antônio Geraldo Pimentel Filho  
Renata Teixeira Campos*

RESUMO .....	390
ABSTRACT .....	390
1. INTRODUÇÃO .....	391
2. CONCEITO DA CLÁUSULA MAC E APLICAÇÕES EM OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	393
2.1 Conceito e objetivo.....	393
2.2 Tipos de cláusula MAC .....	395
3. CONCLUSÃO .....	404

**CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL EM PARTICIPAÇÃO  
SOCIETÁRIA COMO VEÍCULO PARA A REALIZAÇÃO  
DE INVESTIMENTOS NAS STARTUPS**

*Amanda Barroca Dayrell  
Victor Júlio Oliveira Milagres*

1. INTRODUÇÃO .....	407
2. CONTRATOS DE MÚTUO CONVERSÍVEL EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA .....	411
2.1 Conceito .....	411
2.2 Contratos de mútuo conversível e as convertible notes norte-americanas .....	412

3. REALIZAÇÃO DE INVESTIMENTOS VIA CONTRATOS DE MÚTUO CONVERSÍVEL NO BRASIL .....	415
3.1 Aspectos relevantes sobre a conversão de crédito em participação societária.....	415
3.2 Cláusulas típicas.....	417
4. CONCLUSÃO .....	420
REFERÊNCIAS.....	422



Maria Celeste Morais Guimarães

**A responsabilidade dos  
Administradores no Processo  
de Recuperação Judicial de  
Empresas e a possibilidade  
de seu afastamento em  
contraponto com a Lei das S/A**

Sumário: A Lei nº 11.101/2005, com as alterações que lhe foram feitas pela Lei nº 14.112/2020, prevê a possibilidade de afastamento dos sócios e/ou administradores pelo Juiz Recuperacional, sem a participação dos acionistas por meio da Assembleia Geral, cuja competência é privativa para a substituição dos administradores.

## **1.INTRODUÇÃO**

A Lei nº 11.101/2005, com as alterações da Lei nº 14.112/2020, prevê em seu artigo 64, que “durante o procedimento de recuperação judicial, o devedor ou seus administradores serão mantidos na condução da atividade empresarial, sob a fiscalização do Comitê, se houver, e do administrador judicial, salvo se qualquer um deles pratica uma das condutas previstas nos incisos I a VI do referido dispositivo legal”.

O parágrafo único do mesmo artigo 64 dispõe que, verificada qualquer das hipóteses do caput do artigo, o juiz destituirá o administrador, que será substituído na forma prevista nos atos constitutivos do devedor ou do plano de recuperação judicial.

Tal disposição não é nova, eis que o Decreto-Lei nº 7.661/1945, que vigorou antes da Lei nº 11.101/2005, já tratava da questão, dispondo no então artigo 167, que “durante o processo da concordata preventiva o devedor conservará a administração dos seus bens e continuará o seu negócio, sob a fiscalização do comissário”.

No tratamento do tema, contrapõem-se dois objetivos, cujo conflito é recorrente na Lei Recuperacional. De um lado, tem-se que a recuperação judicial, por ser medida necessária à sobrevivência da empresa devedora, torna relativo até mesmo a pacto sunt servanda, permitindo a modificação de condições contratuais ainda que contra

---

1 Advogada; Mestre e Doutora em Direito Empresarial pela UFMG; Presidente da Comissão de Direito Societário da OAB/MG e Vice-Presidente da Comissão Especial de Falência e Recuperação de Empresas do Conselho Federal da OAB.

a vontade da parte interessada, desde que a maioria de credores, em situação semelhante, concorde com os termos propostos pelo devedor.

O fundamento dessa flexibilidade é que a falta de um plano de recuperação pode acarretar a falência da empresa, o que não interessa a ninguém, nem aos credores, que podem não receber o que lhes é devido, nem à sociedade, que pode perder uma unidade de produção de riqueza, renda e empregos.

De outro, o interesse publicístico na preservação da empresa que justifica o controle estatal, pelo Juízo Recuperacional, na fiscalização da condução da atividade empresarial do devedor e no cumprimento do plano aprovado pelos credores.

Por isso, o afastamento do devedor ou de seus administradores, é medida que se impõe para coibir a utilização do instituto como meio de fraudar credores ou de postergação dos pagamentos agravando a situação de insolvência.

Com base nessa premissa, quis o legislador estabelecer, no artigo 64, a manutenção do devedor ou de seus administradores na condução da atividade empresarial que perdura desde o deferimento do processamento da recuperação judicial, enquanto durar o procedimento, ou seja, até que se cumpram as obrigações previstas no plano que se vencerem até dois anos depois da concessão da medida, segundo o artigo 61 da LRF.

Verificando-se, contudo, a subsunção da situação do devedor ou de algum administrador a qualquer das condutas previstas na lei, o afastamento pode ser determinado pelo juiz, de ofício, ou a requerimento do administrador judicial, do Comitê de Credores, se houver, de credor, do Ministério Público ou de qualquer interessado.

Saliente-se que o rol de situações que permitem o afastamento, diga-se, taxativo<sup>2</sup>, à regra de manutenção do devedor à frente da gestão, contempla situações cuja gravidade o legislador considerou suficiente a dispensar a oitiva dos acionistas por entender que a presença do

---

<sup>2</sup> Neste mesmo sentido, SACRAMONE, Marcelo Barbosa, Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência, São Paulo, Saraiva, 2018, p. 281.

devedor ou de seus administradores seria danosa à superação da crise da empresa.

A competência outorgada ao juiz do processo de recuperação, contudo, se sobrepõe à disposição expressa prevista na Lei Acionária, que dispõe em seu artigo 122, ser privativa a competência dos acionistas, por meio da assembleia geral, para a substituição dos administradores, como veremos a seguir.

## **2. A LEI Nº 6.404/1976 E A DISPOSIÇÃO DO ARTIGO 122**

No modelo clássico da sociedade anônima, nos ensina Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro<sup>3</sup>:

a reunião dos acionistas tinha como atributo característico a soberania das decisões sociais. Por isso mesmo, considerava-se que à Assembleia deviam caber, com exclusividade, as funções de deliberação, reservando-se aos órgãos da Administração as funções meramente executórias das decisões assembleares e ao Conselho Fiscal funções de controle da gestão.

Reserva-se, assim, nas mãos da Assembleia Geral, sem embargo da hipertrofia dos órgãos da Administração, atualmente, marcante nas companhias, o núcleo decisório das sociedades anônimas, principalmente no que diz respeito à sua estrutura jurídica, à disciplina de suas atividades, à organização de sua vida interna e à ordenação de suas relações com o mercado externo.

---

3 TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. São Paulo: Ed. José Bushatsky, 1979, p. 383.

Conceitua-se a Assembleia como a reunião dos acionistas, convocada e instalada na forma da lei e dos estatutos, a fim de deliberar sobre matéria de interesse social.<sup>4</sup>

Pode ela se classificar em assembleias gerais e assembleias especiais, conforme tenham por objeto reunir todos os acionistas ou algumas classes de acionistas ou titulares de outros valores mobiliários emitidos pela sociedade.

As assembleias gerais, destinadas a reunir todos os acionistas, podem ser, por sua vez, ordinárias e extraordinárias, de acordo com a natureza das matérias sobre que deliberem. Assim, às assembleias gerais ordinárias, de realização obrigatória nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício, cabe tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras, deliberar sobre a destinação do lucro, eleger e destituir os administradores.

Sendo esta espécie, objeto de nosso exame, a ela nos deteremos, analisando os incisos do artigo 122 da Lei nº 6.404/1976, quanto à competência privativa de eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia (inciso II), ressaltando-se a hipótese em que a sociedade conte com Conselho de Administração, cujos membros serão eleitos pela Assembleia, mas ao qual caberá a eleição ou destituição da Diretoria.

Como salienta Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, a definição da competência dos órgãos sociais é fundamental para o funcionamento eficiente da companhia e suas relações com terceiros e, por isso mesmo, é estabelecida pela lei de modo imperativo<sup>5</sup>, o que torna a indelegabilidade da competência da Assembleia Geral matéria pacífica na doutrina nacional.<sup>6</sup>

---

4 A Lei das S/A de 1940 continha esta conceituação em seu artigo 86, que a Lei nº 6.404/1976 absteve-se de manter, descrevendo apenas os poderes a ela atribuídos.

5 Direito das Companhias. Coordenação Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. 2ª ed. atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 642.

6 Neste sentido, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, ob. cit., p. 642.

### 3. POSIÇÃO DOUTRINÁRIA E JURISPRUDENCIAL ACERCA DO TEMA

Esta convivência entre a Lei Recuperacional e a Lei Acionária, ambas leis ordinárias especiais, que deveria ser de interseção e complementariedade, tem sido prejudicada em face do apego excessivo da doutrina e dos Tribunais ao princípio da preservação da empresa, de notória índole constitucional, acabando por desbalancear o sistema, jogando por terra regras legais expressas, sob a justificativa de os processos de recuperação guardarem certa peculiaridade que recomenda excepcionar a norma.

A Lei nº 11.101/2005 é lei especial sim, no que tange ao rito recuperacional, como a Lei nº 6.404/1976 e o Código Civil também o são quanto às operações e eventos societários.

Muito apropriada a afirmação de Carlos Maximiliano, sobre a impossibilidade de se presumir antinomias jurídicas entre leis especiais de mesma hierarquia, nos ensinando que “sempre que se descobre uma contradição, deve o hermenauta desconfiar de si; presumir que não compreendeu bem o sentido de cada um dos trechos”<sup>7</sup>.

Há dois dispositivos nos quais a própria lei recuperacional manda observar a legislação societária: o primeiro deles é o artigo 50, quando dispõe que “constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros: (...)”

No mesmo artigo, o inciso II, quando trata dos meios de recuperação, dentre eles, a cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente.

O segundo é o artigo 48-A, introduzido pela Lei nº 14.112/2020, quando estabelece que “na recuperação judicial de companhia aberta,

---

<sup>7</sup> Apud BARBOSA, Henrique Cunha. Breves notas sobre recuperação judicial e direito societário: a casuística entre a antinomia e a intersecção. 15 Anos da Lei de Recuperação e Falência de Empresas: Estudos Jurídicos de acordo com a Lei nº 14.112/2020. Organizadores: Natália Chaves, Marcelo Andrade Féres, Eduardo Goulart Pimenta. Belo Horizonte: Editora Expert, 2021, p. 102.

serão obrigatórios a formação e o funcionamento do conselho fiscal, nos termos da Lei nº 6.404/1976, enquanto durar a fase de recuperação judicial, incluído o período de cumprimento das obrigações assumidas pelo plano de recuperação”.

Como bem salienta Henrique Cunha Barbosa, citando o juiz do Processo de Recuperação Judicial da Oi<sup>8</sup>, o qual, ao proferir decisão cautelar nos referidos autos, sustentou que:

Entendo que é dever do magistrado conciliar a lei de recuperação e a lei societária. A ordem jurídica atual clama de forma uníssona pela manutenção da fonte produtora, pela manutenção dos empregos e pelo interesse geral dos credores. Esses paradigmas somente serão alcançados através da aplicação do princípio maior da preservação da empresa, previsto exatamente na lei de recuperação judicial. Entendimento diverso implicaria em incoerência com o ordenamento jurídico. (...)

A partir do momento em que a companhia se submete ao processo especial protetivo, de interesse geral, o funcionamento dos órgãos sociais da empresa deixa de se submeter exclusivamente aos regramentos privados estampados nas leis societárias e passa a se curvar aos preceitos da lei de recuperação judicial. O interesse coletivo – representado por um universo de consumidores, credores, empregados e fornecedores – transcende, em muito, a vontade individual dos acionistas. (grifamos)

Em face das decisões proferidas pelo referido Juízo Recuperacional nos autos da Recuperação da Oi, instaurou-se perante

---

8 BARBOSA, Henrique Cunha. Breves notas sobre recuperação judicial e direito societário: a casuística entre a antinomia e a interseção (TJRJ – Processo nº 0203711-65.2016.8.19.0001 – 7ª Vara Empresarial, 29/11/2017), ob. Cit., p. 113.

o STJ, o Conflito de Competência nº 157.099/RJ, suscitado pela própria Oi, considerando a existência de convenção arbitral no Estatuto da Empresa, com vistas a dirimir se competente o Juízo da 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro/RJ ou do Juízo Arbitral.

O STJ, quando do julgamento definitivo do Conflito, por meio do voto dissidente da Ministra Nancy Andrighi, ratificou a independência das jurisdições arbitral e judicial, apontando que regramento societário não pode ser posto de lado no âmbito da recuperação, servindo, sim, de requisito de validade para os atos correlatos, conforme expressamente referendado pela própria LRF.<sup>9</sup>

Diante desta importante decisão do STJ, é de se concluir que, nas hipóteses nas quais a própria Lei de Recuperação expressamente remete a matéria à lei especial, no caso, os artigos 50, caput, e inciso II, bem como o art. 48 – A, é requisito de validade a observância do regramento societário, vale dizer, das disposições da Lei nº 6.404/1976.

No caso presente, na hipótese de afastamento do devedor ou de seus administradores, prevista no art. 64 da LRF, pelo juiz da recuperação, independeria de ratificação pela assembleia de acionistas, não se aplicando o art. 122 em seu inciso II, da LSA.

#### **4. DESTITUIÇÃO DO DEVEDOR OU DOS ADMINISTRADORES DA SOCIEDADE**

A expressão devedor expressa no art. 64, caput, a rigor, deveria caracterizar todos os empresários sujeitos à recuperação judicial, seja a pessoa natural do empresário individual de responsabilidade limitada, sejam as pessoas jurídicas como a Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (EIRELI) ou as sociedades empresárias.

---

<sup>9</sup> Conflito de Competência. Juízo Arbitral e Juízo da Recuperação Judicial. Discussão acerca da legalidade de disposições integrantes do Plano de Soerguimento. Aumento do Capital. Assembleia de Acionistas. Não realização. Cláusula Compromissória prevista no Estatuto Social. Questões Societárias. Competência do Juízo Arbitral. Conflito Conhecido. Declarada a Competência do Juízo Arbitral. (STJ – Conflito de Competência nº 157.099/RJ, Rel. Min. Nancy Andrighi, 10/10/2018).

O conceito de devedor também identifica o sócio, mas apenas o de responsabilidade ilimitada pelas obrigações sociais. Pelo art. 190, todas as vezes que esta Lei se referir a devedor ou falido, compreender-se-á que a disposição também se aplica aos sócios ilimitadamente responsáveis.

Como mostra Marcelo Sacramone, com toda a pertinência<sup>10</sup>,

“a interpretação literal do dispositivo legal, dessa forma, impediria o afastamento dos sócios de responsabilidade limitada, pois não se confundiriam com a pessoa jurídica devedora. Tal conclusão seria corroborada pelo projeto de lei que se converteu na LRF, o qual, apesar de prever originalmente a possibilidade do controlador das sociedades empresárias, por meio da suspensão de seu direito de voto, teve a norma suprimida no Senado Federal”.

E conclui:

“Devem-se diferenciar, na redação do *caput* o art. 64, os empresários individuais de responsabilidade ilimitada dos demais empresários pessoas jurídicas ou sociedades empresárias. A compreensão do termo “devedor”, para fins de afastamento, deverá envolver simplesmente o empresário individual de responsabilidade ilimitada, o qual administra sua própria atividade”.

Quanto às pessoas jurídicas e sociedades empresárias, a existência de quaisquer das hipóteses legais dos incisos do art. 64, implicaria a destituição de todos ou de apenas alguns de seus administradores, conforme a conduta ou a situação apresentada.

---

<sup>10</sup> SACRAMONE, Marcelo Barbosa, Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência, São Paulo: Saraiva, 2018, p. 282.

Observe-se que, no caso do art. 64, como nos alerta Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli<sup>11</sup>, “o afastamento dos administradores da empresa devedora será determinado por decisão judicial. A hipótese, portanto, em muito difere daquela outra encontrada no art. 50, inciso IV, da LRF, que permite que o plano de recuperação judicial preveja a modificação dos administradores da empresa devedora”.

Os administradores da empresa em recuperação devem agir em prol da recuperação da empresa. Aliás, é isso que se presume quanto à atuação dos administradores.

Verificada qualquer das hipóteses do caput do art. 64, o juiz destituirá o administrador, que será substituído na forma prevista nos atos constitutivos do devedor ou do plano de recuperação judicial.

Em caso de destituição do administrador, salienta Manoel Justino Bezerra Filho, que “a primeira opção para substituição é a prevista no parágrafo único do art. 64, se acaso não houver previsão nos atos constitutivos do devedor ou ainda, não houver plano de recuperação aprovado, o juiz nomeará administrador judicial mesmo que pro tempore”.<sup>12</sup>

Assim, o gestor judicial, a ser nomeado em substituição ao devedor, passará a gerir os negócios empresariais de fora da estrutura societária, afastando os sócios não – controladores, que têm legítimo interesse no processo de recuperação da empresa.

Daí porque seria recomendável, como nos mostra Eduardo Secchi Munhoz,<sup>13</sup> que o art. 64, e também o art. 65, determinasse o afastamento não do devedor, mas do sócio controlador, assumindo o gestor judicial, então, as funções deste, de modo a conduzir os

---

11 AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas. 3ª ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 106.

12 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Lei de Recuperação de Empresas e Falências: comentada: Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005: comentário artigo por artigo. 5ª ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008, p. 190.

13 SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro, MORAES PITOMBO, Antônio Sérgio A. de. Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei nº 11.101/2005 – Artigo por artigo. 2. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 308.

negócios a partir da estrutura societária já existente, sem se afastarem indevidamente os sócios-não controladores.

O dispositivo revela, na verdade, segundo o mesmo autor<sup>14</sup>, “a confusão, ainda muito presente na lei, na doutrina e na jurisprudência pátrias entre as figuras dos sócios, da sociedade e dos seus administradores, ou ainda, entre o empresário e a empresa”.

Em face dessa má compreensão da lei em relação ao fenômeno societário, evidenciada neste dispositivo, reflete-se na própria definição das hipóteses que permitem o afastamento do devedor ou dos seus administradores. Muitas das condutas previstas no art. 64, jamais poderiam ser praticadas pelo devedor-sociedade empresária, somente podendo vir a sê-lo por seu sócio-controlador ou por seus administradores, como no caso do inciso I do referido artigo.<sup>15</sup>

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

É de se notar que a Lei de Recuperação referendou, de modo inequívoco, as regras da Lei Acionária e do Capítulo do Direito de Empresa do Código Civil aplicáveis à espécie, em face da necessidade de autorização da assembleia de acionistas prévia ou ratificadora para o pedido de recuperação judicial (art.122, inciso IX, e seu parágrafo único da LSA e art. 1.071, inciso VII e art. 1.072 do Código Civil), como também no que concerne aos atos de transformação e reorganização da sociedade (art. 122, inciso VIII, combinado com os arts. 136, 220 e art. 252 da LSA e art. 1.071, inciso VI, combinado com o art. 1.113 do Código Civil), e não menos no caso de reforma do estatuto e

---

14 Ob. Cit., p. 308.

15 Art. 64 (...)

I - houver sido condenado em sentença penal transitada em julgado por crime cometido em recuperação judicial ou falência anteriores ou por crime contra o patrimônio, a economia popular ou a ordem econômica previstos na legislação vigente.

modificações do capital (art.18 e art. 122, inciso I, combinado com o art.136 e art. 166 da LSA e art. 1.071, inciso V, e 1.081 do Código Civil).<sup>16</sup>

Por outro lado, em face da prática das irregularidades enumeradas no art. 64, o devedor ou seus administradores poderão ser afastados da gestão da sociedade por decisão do juiz da recuperação, independentemente da realização da assembleia geral de acionistas, como está a exigir o art. 122 em seu inciso II, da Lei nº 6.404/1976, quanto à competência privativa desta para eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia (inciso II), ressaltando-se a hipótese em que a sociedade conte com Conselho de Administração, cujos membros serão eleitos pela Assembleia, mas ao qual caberá a eleição ou destituição da Diretoria.

Tal previsão, a princípio, macula o funcionamento regular da sociedade, eis que a definição da competência dos órgãos sociais é fundamental para o funcionamento eficiente da companhia e suas relações com terceiros.

O que se espera, na aplicação das duas normas - a recuperacional e a societária - há de ser de clara harmonização e não de confrontação ou exclusão de uma por outra.

Por evidente, deve-se sopesar e ponderar os diversos interesses no entorno do devedor, mas a busca pelo princípio da preservação da empresa, não deve desequilibrar esta relação, “não se pode admitir que a remissão corriqueira e sem limites à expressão torne-a fundamento para toda e qualquer leitura das normas e, por via de consequência, impeça-a de exercer seu principal papel”<sup>17</sup>.

Não devemos esquecer que, na hipótese de afastamento do devedor ou de seus administradores, por decisão judicial, o legislador, na busca desse necessário equacionamento dos regimes, estabeleceu que o juiz destituirá o administrador, que será substituído na forma

---

16 BARBOSA, Henrique Cunha. Breves notas sobre recuperação judicial e direito societário: a casuística entre a antinomia e a intersecção. 15 Anos da Lei de Recuperação e Falência de Empresas: Estudos Jurídicos de acordo com a Lei nº 14.112/2020. Ob. cit., p. 102.

17 CERZETTI, Sheila C. Neder. Princípio da preservação da empresa. In COELHO, Fabio Ulhoa. (Coord.) Tratado de Direito Comercial. v.7. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 13.

prevista nos atos constitutivos do devedor ou do plano de recuperação judicial, ratificando que a concessão da recuperação judicial não afasta a aplicação das normas previstas na Lei das S/A, concernentes aos atos interna corporis da sociedade empresária.

## REFERÊNCIAS

AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas. 3ª ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Lei de Recuperação de Empresas e Falências: comentada: Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005: comentário artigo por artigo. 5ª ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

CEREZETTI, Sheila C. Neder. Princípio da preservação da empresa. In COELHO, Fabio Ulhoa. (Coord.) Tratado de Direito Comercial. v. 7. São Paulo: Saraiva, 2015.

Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Coordenadores Osmar Brina Corrêa-Lima e Sérgio Mourão Corrêa-Lima. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

Direito das Companhias. Coordenação Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. 2ª ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017.

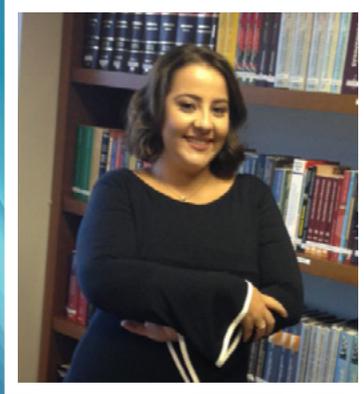
15 Anos da Lei de Recuperação e Falência de Empresas: Estudos Jurídicos de acordo com a Lei nº 14.112/2020. Organizadores: Natália Chaves, Marcelo Andrade Féres, Eduardo Goulart Pimenta. Belo Horizonte: Editora Expert, 2021.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa, Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência, São Paulo: Saraiva, 2018.

SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro, MORAES PITOMBO, Antônio Sérgio A. de. Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e

Falência: Lei nº 11.101/2005 – Artigo por artigo. 2. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. São Paulo: Ed. José Bushatsky, 1979.



Ana Flávia Barros Moreira

**Vedação à distribuição de  
lucros e dividendos por  
sociedade em recuperação  
judicial: análise entre as  
legislações de insolvência e  
societária**

## 1. INTRODUÇÃO

A insolvência empresarial é, conforme a lição de Robert K. Rasmussen, o espaço fértil para a análise econômica do direito<sup>2</sup>.

Falar em insolvência significa que, sob tal viés, está-se diante do exemplo mais evidente do conceito de escassez, a qual pressupõe, de um lado, a insuficiência de recursos da sociedade devedora para pagar seus credores e, de outro, a corrida para obtenção dos pagamentos por parte destes credores, dentro da ordem legalmente prevista.

A crise econômica experienciada pelo Brasil nos últimos anos, amplificada recentemente pelos efeitos decorrentes da pandemia do Covid-19 (situação que, a nível global, gerou expectativa de aumento nos pedidos de recuperação judicial e decretações de falência<sup>3</sup>), colocou em evidência questões necessárias ao aperfeiçoamento de seu regime de insolvência.

Nesse contexto, então, a recente reforma aplicada ao sistema de insolvência empresarial brasileiro por meio da promulgação da Lei nº 14.112/2020 buscou repaginar a Lei nº 11.101/2005, que regulamenta a recuperação judicial, extrajudicial e falência, trazendo-lhe alterações normativas profundas e sintomáticas, com o objetivo de reajustar os procedimentos de falência, recuperação judicial e extrajudicial aos parâmetros mais modernos que, inclusive, vem sendo adotados por

---

1 Mestre em Direito Privado pela PUC Minas. Advogada associada ao escritório Tolentino Advogados. Membro da Comissão de Direito Societário da OAB/MG.

2 RASMUSSEN, Robert K., Behavioral Economics, the Economic Analysis of Bankruptcy Law and the Pricing of Credit (2000). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=189555>. Acesso: 3 out. 2021.

3 Sobre o tema relativo à pandemia, importantes estudos foram feitos pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia, os quais discorrem, sob o prisma da análise de riscos atuais e futuros, acerca das previsões e perspectivas sobre o panorama da insolvência empresarial. Para tanto, consultar: Banerjee, Ryan, et. al. The outlook for business bankruptcies. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/bisbull30.pdf>>, acesso: 4 out. 2021; e Banerjee, Ryan, et. al. Bankruptcies, unemployment and reallocation from Covid-19. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/bisbull31.pdf>>, acesso: 4 out. 2021

outros países onde a legislação está em estágio mais desenvolvido, além de trazer maior adequação e celeridade a tais demandas.

Uma dessas alterações consiste na inclusão do art. 6º-A à Lei nº 11.101/2005 (“LRF”), cujo texto dispõe que “é vedado ao devedor, até a aprovação do plano de recuperação judicial, distribuir lucros ou dividendos a sócios e acionistas, sujeitando-se o infrator ao disposto no art. 168 desta Lei”.<sup>4</sup>

Sob essa novidade legislativa, é necessário voltar a análise tanto para as garantias outorgadas aos acionistas por meio da Lei nº 6.404/1976 (“LSA”) quanto aos quotistas de sociedades limitadas por meio do Código Civil e se, em tal contexto, haveria, por parte da legislação falimentar, violação aos seus direitos essenciais, bem como à própria ordem pública.

Com efeito, considerando (i) que, à luz da premissa constante no art. 109 da LSA, configura-se como direito essencial do acionista o recebimento de lucros e dividendos, e que (ii) tal direito também pode se verificar, ainda que de forma tácita<sup>5</sup>, como atribuível aos quotistas, no âmbito do Código Civil (arts. 981, 1.007 e 1.008), busca-se, com este artigo, lançar breve análise sobre o aparente conflito de normas que surge com a nova redação apresentada pela LRF.

## **2. RAZÕES PARA PREVISÃO EXPRESSA DA VEDAÇÃO CONTIDA NO ART. 6º-A DA LRF**

Embora não se pretenda, neste trabalho, exaurir a análise sobre a definição de ordem pública, é necessário compreender que o conceito jurídico traz consigo a definição, conforme De Plácido e Silva,

---

4 Considerando que os dividendos podem ser definidos como a parcela do resultado auferido pela sociedade empresária devido a cada sócio ou acionista em virtude dos lucros gerados, a utilização simultânea dos termos “lucros” e “dividendos” parece ser uma repetição desnecessária, haja vista que os termos sequer deveriam ser tidos como diferentes. A respeito, ler: EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 258.

5 PIMENTA, Eduardo Goulart. *Direito Societário* [livro eletrônico]. 4. ed. Belo Horizonte: Ed. do Autor, 2020.

de “situação e o estado de legalidade normal, em que as autoridades exercem suas precípuas atribuições e os cidadãos as respeitam e acatam, sem constrangimento ou protesto”<sup>6</sup>.

Sob a perspectiva do direito internacional privado, Nádía de Araujo, citando Erik Jayme, define a expressão como “conjunto de princípios gerais de base de um sistema jurídico, os quais se apresentam como um obstáculo à aplicação da lei estrangeira, figurando, entre eles, os direitos fundamentais do indivíduo, protegidos constitucionalmente”<sup>7</sup>.

À vista disso, perquire-se, neste artigo, se a vedação momentânea à percepção, pelos sócios e acionistas, de lucros e dividendos, em virtude de recuperação judicial da sociedade enseja, de fato, infringência às normas de ordem pública atinentes aos seus direitos essenciais, sobretudo partindo da premissa de aparente violação ao direito de propriedade constitucionalmente garantido.

Isso porque, como apontado no início deste texto, são considerados como direitos essenciais dos sócios e acionistas o recebimento de lucros e dividendos, pela própria natureza/finalidade da atividade empresária, que nada mais é senão o retorno financeiro da exploração da atividade econômica, verdadeira essência das sociedades empresárias<sup>8</sup>.

Assim, a nova redação do art. 6º-A da LRF impede, de maneira expressa, a distribuição de lucros e dividendos aos sócios e acionistas até a aprovação do plano de recuperação judicial, criminalizando-se tal conduta com o tipo penal previsto no art. 168 da LRF.

A finalidade de tal dispositivo é bastante simples. Considerando que, no contexto de impasse financeiro transitório da empresa devedora que se socorre da recuperação judicial, todas as partes envolvidas estão, de certa forma, já impactadas e sofrerão, sobretudo os credores, a sua parcela de sacrifício para recebimento do que lhes

---

6 SILVA, De Plácido e. Vocabulário jurídico. 16 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

7 Araújo, Nádía de. Direito internacional privado [livro eletrônico]. 3. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

8 EIZIRIK, Nelson. Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 260.

é devido (a exemplo de deságios expressivos da dívida no âmbito de planos de recuperação), não seria correto isentar os sócios e acionistas de sofrerem, igualmente, tais impactos, considerando que a sociedade da qual fazem parte tem prioridades maiores, qual seja, sanear suas dívidas. Foi esse racional que, inclusive, orientou a reforma legislativa levada a cabo pela Lei nº 14.112/2020<sup>9</sup>.

Ademais, buscou-se, com a previsão expressa na LRF, impedir a realização de operações “disfarçadas” de distribuição de lucros e dividendos que tem como objetivo fraudar credores mediante esvaziamento patrimonial da devedora. Nesse contexto, como assevera Thiago Jabur Carneiro,

“Tal medida foi adotada pelo legislador, com o desígnio de impedir que a sociedade em recuperação dilapide seu patrimônio através da distribuição disfarçada de lucros. Vale notar que há apenas uma suspensão transitória do direito dos sócios e não um impedimento permanente deste exercício. Por um curto período, os sócios terão esse direito fundamental privado. Corresponde ao tempo necessário para que o juiz receba o processo de recuperação judicial, examine se os documentos preliminares apresentados pelo devedor preenchem os requisitos legais, e ao processo dê andamento, convocando, para tanto, os credores para deliberarem sobre o plano de recuperação apresentado pelo devedor. Deliberado o plano de recuperação, os sócios recuperam o direito de receber os lucros e dividendos da sociedade, naturalmente,

---

<sup>9</sup> Por meio do Parecer nº 165/2020, exarado pelo Senador Rodrigo Pacheco, a justificativa para a inclusão de tal dispositivo estaria pautada no fundamento de que “a conta de reserva de lucros seja utilizada para honrar o compromisso do devedor com seus credores ou mesmo capitalizar a empresa em recuperação judicial”.

vale repisar, dentro dos limites aprovados pelos credores.”<sup>10</sup>

Com efeito, a inclusão deste dispositivo buscou refletir o caráter de esforço coletivo entre os credores (neles se incluindo os próprios sócios e acionistas), rateando entre todos os riscos e o ônus imposto pela recuperação judicial, o que foi examinado por Luis Felipe Salomão:

“A ideia central, e que permeia todo o processo coletivo frente ao devedor em crise, é a do “concurso universal”, de tal modo que o esforço individual não se reverta em proveito próprio, de maneira predatória e afoita, mas em prol da massa da credores. [...]. Equivale dizer que, no concurso, o objetivo é a melhor solução possível para todos os credores, evitando-se a “corrida” individual pelo crédito, o que pode ensejar, além de dispersão de recursos, privilégios odiosos para credores da mesma classe.”<sup>11</sup>

Não se tem dúvidas, portanto, que a finalidade do legislador, ao prever e criminalizar a conduta referente à distribuição de lucros e dividendos até a aprovação do plano de recuperação judicial tem como finalidade não só garantir o resultado útil do processo de recuperação judicial, como, também, proteger os interesses da coletividade de credores concursais.

---

10 CARNEIRO, Thiago Jabur. *Sócios [livro eletrônico]: direitos e deveres nas principais sociedades e empresas brasileiras*. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

11 SALOMÃO, Luis Felipe; SANTOS, Paulo Penalva. *Recuperação judicial, extrajudicial e falência: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Forense, 6.ed., 2021, p. 206.

### 3. CONFLITO DE NORMAS?

No âmbito da LSA, pela regra de obrigatoriedade na distribuição de dividendos, pressupõe-se que a sociedade esteja em situação financeira que lhe permita fazê-lo, o que há muito já fora defendido por Nelson Eizirik<sup>12</sup>.

Nessa linha, sustenta Modesto Carvalhosa que o direito ao dividendo<sup>13</sup> e o seu exercício pelo acionista são situações distintas, considerando que tal exercício “depende de um fato jurídico que pode não ocorrer em determinadas épocas, qual seja, a apuração regular, e portanto, real de um lucro societário”<sup>14</sup>.

Ademais, a premissa trazida por Modesto Carvalhosa<sup>15</sup> consigna que o acionista não detém, perante a companhia, nenhum direito de crédito proveniente em decorrência do seu direito de percepção dos lucros, decorrente de relação contratual estabelecida com ela.

É evidente, portanto, que o direito essencial do sócio de auferir lucros e dividendos não deve ser interpretado como regra absoluta, a exemplo do que consignou o Professor Eduardo Goulart Pimenta:

“[...] até estes direitos “essenciais” do acionista estão sujeitos, para seu exercício, a limites e/ou

---

12 Em parecer, o autor consigna que “a companhia que não se encontra em boas condições financeiras é aquela que, inobstante até apresentar boa situação econômica, não tem liquidez para o pagamento do dividendo obrigatório, estando impedida de disponibiliza-lo aos acionistas. Nesta hipótese, a decisão da administração de não distribuir os dividendos declarados seria absolutamente legítima.” (EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 259).

13 Modesto Carvalhosa consigna que tais direitos, inserem-se “expressamente dentre aqueles de caráter individual, cabível a todos os acionistas, respeitados os diferentes regimes de distribuição de dividendos previstos no estatuto para cada espécie ou classe de ações” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. 2. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 388), e, logo, de caráter patrimonial, mas não se confundindo, porém, com um direito real do acionista em relação ao patrimônio da companhia.

14 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. 2. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 389.

15 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. 2. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 388.

condições legalmente estipuladas, inexistindo, pode-se mesmo afirmar, direito de sócio que se exerça de forma absoluta, tomada aqui como ilimitada e incondicionada.”<sup>16</sup>

Noutro giro, a delimitação dos direitos essenciais previsto no art. 109 da LSA no tocante ao recebimento de lucros e dividendos limita-se às disposições que constringam seus direitos a serem incluídas no âmbito tanto do estatuto social quanto de decisão assemblear societária, o que reforça o fato de que tais direitos não são de caráter absoluto, sobretudo em um contexto específico de: (i) recuperação judicial da companhia e (ii) caráter transitório/temporário das restrições lançadas pelo art. 6º-A da LRF.

Raciocínio semelhante ao que foi dito até aqui pode ser aplicado aos direitos essenciais dos quotistas de sociedades limitadas, à luz da disposição contida no art. 1.008 do Código Civil, que veda a inserção de cláusula contratual que impeça ao sócio de auferir os resultados da sociedade.

Isso significa que, também em relação a eles, em que pese haver a garantia dos direitos essenciais relativos ao recebimento de lucros e dividendos, aplicar-se-á, também, aos quotistas, a obrigatoriedade de se observar a limitação transitória de tal distribuição até a aprovação do plano de recuperação judicial.

Assim é que, no contexto da recuperação judicial, os sócios e acionistas também são credores da recuperanda, cujo crédito tem natureza residual e contingente<sup>17</sup>. Nesse sentido, a parcela de sacrifício a ser repassada a eles é bem refletida na própria classificação de créditos contida no inciso VIII, alínea “b”, do art. 83 da LRF, o que significa dizer que, no cenário de uma falência, tais créditos ficam

---

16 PIMENTA, Eduardo Goulart. Direito Societário [livro eletrônico]. 4. ed. Belo Horizonte: Ed. do Autor, 2020.

17 CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas** [livro eletrônico]. 1.ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

relegados ao final, bem distante da ordem de pagamento prevista na lei.

Logo, até a aprovação do plano pelos credores reunidos em assembleia geral, a sociedade recuperanda está proibida de distribuir lucros e dividendos a seus acionistas – Manoel Justino Bezerra Filho<sup>18</sup> consigna, no entanto, que o texto constante do art. 6º-A<sup>19</sup> deve ser interpretado não só até a “apresentação do plano de recuperação judicial”, mas, sim, até a efetiva concessão, por meio da decisão homologatória do art. 58 da LRF<sup>20</sup>.

Indo além, referido dispositivo tipifica crime de “fraude contra credores”, previsto no art. 168 da LRF, se, a despeito de tal previsão, houver o pagamento aos sócios e acionistas dos valores percebidos a tais títulos.

Por óbvio então que, pelo próprio racional constante do art. 83 da LRF, os resultados obtidos pela recuperanda devem ser, ao menos na fase inicial até a decisão que homologa o plano de recuperação judicial, vertida para a manutenção da atividade empresária que se pretende recuperar, sob pena de excessivo esforço do patrimônio da devedora para pagamento de seus sócios e acionistas, o que acaba por

---

18 “[...] embora a lei fale em “aprovação do plano de recuperação”, deve-se entender que a vedação permanece até que venha a ser concedida a recuperação, na forma do art. 58. Como a prática demonstra, a aprovação do plano não é garantia segura de que a recuperação será concedida, sendo comuns, aliás, casos nos quais a aprovação do plano é desconsiderada por ilegalidades formais ou mesmo por ilícitudes, que os credores interessados podem arguir entre a aprovação na assembleia e o exame jurisdicional na forma do art. 58.” (BEZERRA FILHO, Manoel Justino; SANTOS, Eronides A Rodrigues. **Lei de recuperação de empresas e falência** [livro eletrônico]: Lei 11.101/2005: comentada artigo por artigo. 6. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021).

19 Provocação lançada pelo professor Fábio Ulhoa Coelho questiona possível falha de redação no dispositivo, ao indagar se o termo “distribuição” estaria se referindo a declaração ou efetivamente ao pagamento de dividendos que estaria proibido pela decisão que defere o processamento da recuperação judicial. Para o autor, a norma deve ser interpretada de maneira restritiva, de modo que a disposição contida no art. 6º-A restringir-se-ia a pressupõe a autorização do pagamento de lucros e dividendos declarados antes do pedido de recuperação judicial. Ver: COELHO, Fábio Ulhoa. Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. São Paulo: Thomson Reuters, 2021, p. 75.

20 “Art. 58. Cumpridas as exigências desta Lei, o juiz concederá a recuperação judicial do devedor cujo plano não tenha sofrido objeção de credor nos termos do art. 55 desta Lei ou tenha sido aprovado pela assembleia-geral de credores na forma dos arts. 45 ou 56-A desta Lei.”

subverter a própria ordem de pagamento de créditos na recuperação judicial.

Assim, o conflito de normas é apenas aparente, pois, pela regra constante tanto no art. 109 da LSA, quanto no art. 1.008 do Código Civil, não pode o sócio e acionista serem privados, pelo estatuto, de seu direito essencial ao recebimento de dividendos<sup>21</sup>, mas a regra constante do art. 6º-A, de caráter transitório, busca salvaguardar o resultado útil do processo de recuperação judicial, razão pela qual não há que se falar em conflito de normas, sobretudo porque a transitoriedade da regra da LRF apenas significa que eles terão postergado seu direito a tal recebimento por um espaço de tempo objetivamente delimitado, ou seja, até a aprovação do plano de recuperação<sup>22</sup>.

#### **4. LUCROS E DIVIDENDOS X PRO LABORE**

Aqui, é necessário que se faça importante diferenciação para o contexto do tema trabalhado neste artigo: o repasse de lucros e dividendos não se confunde com o pro labore percebido pelos sócios que trabalham na sociedade em recuperação judicial<sup>23</sup>.

Com efeito, o pro labore reflete, em última análise, na remuneração devida ao sócio que efetivamente trabalha na sociedade, havendo defesa, inclusive, de que se trata de verba de natureza

---

21 CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Vol. 2. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

22 Embora não seja escopo deste texto, é importante destacar que a inclusão do financiamento DIP pela reforma da LRF traz outro horizonte para os próprios sócios e acionistas: caso queiram financiar a recuperanda (o que é possível pela regra contida no art. 69-E da LRF) os créditos decorrentes de tal financiamento, que é também chamado de “dinheiro novo”, comumente utilizado para alavancagem do negócio da devedora, será considerado extraconcursal (art. 69-B da LRF).

23 De acordo com Fábio Ulhoa Coelho, o pagamento, ao sócio, a título de pro labore “deve beneficiar apenas os empreendedores, que dedicaram tempo à gestão dos negócios sociais” (COELHO. Fábio Ulhôa. Curso de Direito Comercial. Vol. II. 17 ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 455).

alimentar<sup>24</sup>, e, por esse motivo, não está adstrito à regra contida no art. 6º-A da LRF, de modo que nada impede o imediato e regular pagamento de tais despesas da recuperanda ao sócio que dele faça jus.

## 5. LUCROS E DIVIDENDOS NA FALÊNCIA?

Por mais que seja óbvio, não é demais dizer que o texto do art. 6º-A da LRF está contido no Capítulo II, que trata das disposições comuns à recuperação judicial e à falência. Contudo, em que pese tal premissa, entende-se neste trabalho que a regra prevista no dispositivo se aplica apenas à recuperação judicial por duas razões principais.

A primeira delas decorre do texto da própria norma, que veda a distribuição “até a aprovação do plano de recuperação judicial”. O plano, como se sabe, é instituto exclusivo da recuperação judicial, logo, o racional é de que tal norma não se aplique à falência.

A segunda, também de ordem da própria legislação falimentar, se refere à regra contida no inciso II do art. 116 da LRF, o qual consigna expressa vedação, por parte dos sócios da falida, do exercício de retirada de quaisquer valores de suas quotas ou ações.

E a razão para isso é simples: em que pese a falência da sociedade e a constituição da massa falida não se confundir com seus sócios<sup>25</sup>, a decretação da falência, cuja sentença tem natureza constitutiva<sup>26</sup>, estabelece efetivamente um concurso universal (regra do art. 115

---

24 FERNANDES, Almir Garcia. A natureza alimentar do crédito de pró-labore e sua classificação nos processos de recuperação e falência. Revista Jurídica UNIARAXÁ, Araxá, v. 20, n. 19, p. 33-56, ago. 2016.

25 Nesse sentido, já se manifestou o STJ: “A massa falida não se confunde com a pessoa do falido, ou seja, o devedor contra quem foi proferida sentença de quebra empresarial. Nesse passo, a nomeação do síndico visa a preservar, sobretudo, a comunhão de interesses dos credores (massa falida subjetiva), mas não os interesses do falido, os quais, no mais das vezes, são conflitantes com os interesses da massa. Assim, depois da decretação da falência, o devedor falido não se convola em mero expectador no processo falimentar, podendo praticar atos processuais em defesa dos seus interesses próprios.” (STJ, Recurso Especial nº 702.835/PR, rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 16/09/2010, DJe. 23/09/2010).

26 SALOMÃO, Luis Felipe; SANTOS, Paulo Penalva. Recuperação judicial, extrajudicial e falência: teoria e prática. Rio de Janeiro: Forense, 6.ed., 2021, p. 178.

da LRF), e tem como efeito imediato a inabilitação do falido, desde a data em que foi decretada até o momento em que as obrigações forem extintas por sentença (art. 102 da LRF), de modo que não há, em estágio falimentar, falar-se em distribuição de lucros e dividendos aos sócios e acionistas.

Por isso, a regra prevista no art. 6º-A aplica-se exclusivamente aos processos de recuperação judicial.

## **6. CONCLUSÃO**

Por tudo o que se viu até aqui, pode-se concluir, em síntese, que a previsão contida no art. 6ª-A da LRF, trazida pela recente reforma ao regime legal de insolvência brasileiro e aplicável somente às recuperações judiciais, ao promover compartilhamento de risco de crédito entre, sócios, acionistas e demais credores da recuperanda, tem como finalidade precípua garantir o resultado útil do processo de recuperação judicial, prevenindo, inclusive, a realização de possíveis operações fraudulentas que possam dilapidar o patrimônio da devedora sobretudo no estágio inicial até a data de aprovação do plano em assembleia geral.

Ademais, por seu caráter evidentemente transitório, fato é que o conflito de normas entre o que diz a LRF e o que dispõe tanto a LSA quanto o Código Civil a respeito de direitos essenciais de sócios e acionistas inexistente, portanto, deve ser afastada da análise do contexto do art. 6º-A da LRF.

## BIBLIOGRAFIA

BANERJEE, Ryan, et. al. *The outlook for business bankruptcies*. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/bisbull30.pdf>>, acesso: 4 out. 2021.

*Bankruptcies, unemployment and reallocation from Covid-19*. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/bisbull31.pdf>>, acesso: 4 out. 2021.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União. Brasília, 11 jan. 2002. Acesso em: 03 out. 2021.

Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Diário Oficial da União, Brasília, 09 fev. 2005. Acesso em: 02 out. 2021.

Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, 15 dez. 1976. Acesso em: 4 out. 2021.

BUTTWILL, Klas; WIHLBORG, Clas. *The efficiency of the bankruptcy process: an international comparison*. Ratio, 2004. Disponível em: <http://ratio.se/publikationer/working-paper-65-efficiency-bankruptcy-process-internationalcomparison/>. Acesso em 4 out. 2021.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino; SANTOS, Eronides A Rodrigues. **Lei de recuperação de empresas e falência** [livro eletrônico]: Lei 11.101/2005: comentada artigo por artigo. 6. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas** [livro eletrônico]. 1.ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

CARNEIRO, Thiago Jabur. **Sócios** [livro eletrônico]: direitos e deveres nas principais sociedades e empresas brasileiras. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Vol. 2. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

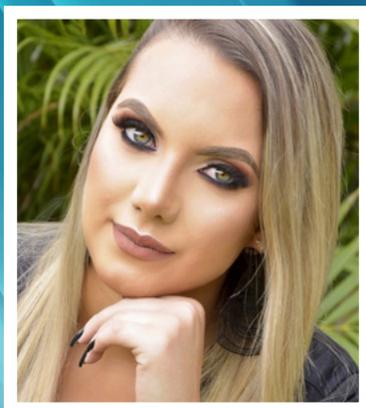
COELHO, Fábio Ulhoa. **Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Thomson Reuters, 2021.

**Curso de Direito Comercial**. Vol. II. 17 ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Direito Societário** [livro eletrônico]. 4. ed. Belo Horizonte: Ed. do Autor, 2020.

RASMUSSEN, Robert K., *Behavioral Economics, the Economic Analysis of Bankruptcy Law and the Pricing of Credit* (2000). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=189555>. Acesso: 3 out. 2021.

SALOMÃO, Luis Felipe; SANTOS, Paulo Penalva. **Recuperação judicial, extrajudicial e falência**: teoria e prática. Rio de Janeiro: Forense, 6.ed., 2021.



Mariana de Freitas Ribeiro

# **A DESCONSIDERAÇÃO DA PESSOA JURÍDICA EM SEDE ARBITRAL**

**Sumário:** 1. Introdução. 2. Abrangendo o Conceito “PESSOA”; 3. Desconsideração da Pessoa Jurídica; 3.1 Breve histórico; 3.2 Do Incidente da Desconsideração da Pessoa Jurídica. 4. Arbitragem; 4.1 Breve histórico; 4.2. O Instituto da Arbitragem; 5. A Desconsideração da Pessoa Jurídica em Sede Arbitral. 6. Reflexões Finais; 7. Referências.

## **1. INTRODUÇÃO**

Ao analisar o contexto contemporâneo, nota-se que a sociedade evolui constantemente, e junto dela, evolui também o direito, os costumes, os princípios, etc. Com isto, é imprescindível que também ocorra a evolução dentro das relações comerciais e empresariais.

Prova disso, são as transformações que houveram desde os primórdios da humanidade, onde sequer havia regulamentação sobre as pessoas jurídicas, até a promulgação e revogação do Código Comercial (Lei nº 556, de 25 de Junho de 1850), a regulamentação de pessoas jurídicas no Código Civil (Lei nº 10.406, de 10 de Janeiro de 2002) e Código de Processo Civil (Lei nº 13.105, de 16 de Março de 2015), e ainda, a promulgação da Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874, de 20 de Setembro de 2019).

Neste segmento, o presente artigo tem por objetivo demonstrar até qual momento o chamado incidente da Desconsideração da Personalidade Jurídica é viável em vias judiciais, pois, na maioria das vezes, poderia ser feito de forma extrajudicial, com maior celeridade, através do instituto da Arbitragem. Ainda, tem por objetivo compreender o que de fato impediria que tal processo fosse realizado extrajudicialmente, via Arbitragem.

Para tanto, busca-se apresentar brevemente o conceito de pessoa e suas características; após, conta-se com um breve histórico do

---

<sup>1</sup> Advogada. Especialista em Direito de Empresa pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Membro da Comissão de Direito Societário da Ordem dos Advogados do Brasil - Seção Minas Gerais.

incidente da desconsideração da personalidade jurídica, juntamente com suas principais características, que serão elencadas e rigidamente exemplificadas. Prosseguindo, são relatadas as mudanças causadas pela Lei da Liberdade Econômica, bem como sobre o procedimento no Código de Processo Civil. Ao entrar no assunto do instituto da Arbitragem, também é feita uma breve contextualização histórica, conceitual e doutrinária. E por fim, a cereja do bolo, o estudo da Desconsideração da Pessoa Jurídica em Sede Arbitral e suas teorias.

## 2. ABRANGENDO O CONCEITO “PESSOA”

Persona. Do latim para português (brasileiro) Pessoa.

Para melhor compreender a essência deste artigo, faz-se necessário enfatizar alguns termos do Código Civil Brasileiro (Lei nº. 10.406/2002), estes relacionados a pessoa, personalidade e responsabilidade.

O Código Civil, logo em seu primeiro artigo<sup>2</sup>, menciona a existência da pessoa, e ainda, dispõe que essa é amplamente capaz de exercer seus direitos e deveres na vida civil.

Pois bem, o que significa pessoa?

No ordenamento jurídico brasileiro, o conceito de pessoa abrange duas espécies: o ser humano - também chamado de pessoa natural/física e as chamadas pessoas jurídicas, que são “entidades e criações jurídicas, personalizadas ou personificadas por força de lei”<sup>3</sup>.

Todas estas pessoas (naturais ou jurídicas) existem graças a personalidade. Para adquirir tal, o Código Civil nos impõe um rol de requisitos, sendo o principal a capacidade de contrair obrigações e exercer direitos.

Em tese, toda pessoa é dotada de personalidade. No caso da pessoa natural, para dar início a personalidade, é suficiente que tenha vivido por um segundo, in verbis:

---

2 Art. 1º, CC/02: Toda pessoa é capaz de direitos e deveres na ordem civil.

3 SILVA, De Plácido e. Vocabulário Jurídico. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1989. vol. III, p. 365.

*Art. 2º, CC/02. A personalidade civil da pessoa começa do nascimento com vida; mas a lei põe a salvo, desde a concepção, os direitos do nascituro.*

Após o nascimento, são providenciados todos os registros necessários, e conforme disposto em lei, cada fase de sua vida demandará o cumprimento de uma obrigação (dever) e dará a ela a oportunidade de exercer e buscar seus direitos.

Já a pessoa jurídica, conceitualmente e doutrinariamente, “é a unidade de pessoas naturais ou de patrimônios, que visa à consecução de certos fins, reconhecida pela ordem jurídica como sujeito de direitos e obrigações”<sup>4</sup>. No artigo 40, do CC/02<sup>5</sup>, encontram-se suas espécies, classificadas como pessoa jurídica de direito público, interno ou externo, e pessoa jurídica de direito privado.

Assim, foquemos no artigo 44, do CC/02, que dispõe:

**Art. 44, CC/02.** São pessoas jurídicas de direito privado:

**I** - as associações.

**II** - as sociedades.

**III** - as fundações.

**IV** - as organizações religiosas.

**V** - os partidos políticos.

**VI** - as empresas individuais de responsabilidade limitada.

Para adquirir personalidade, a pessoa jurídica de direito privado deve possuir inscrição dos seus atos constitutivos no

---

4 DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil Brasileiro, Vol. I. 36. ed. São Paulo: Saraiva, 2019.

5 Art. 40, CC/02: As pessoas jurídicas são de direito público, interno ou externo, e de direito privado.

respectivo órgão competente, vide artigo 45, do CC/02<sup>6</sup>. Após registro, a pessoa jurídica é responsável por seus atos, dotada de autonomia patrimonial, titularidade negocial e titularidade processual, sendo apenas representada por seus sócios e/ou administradores, mas sem confundir a personalidade destes com a da pessoa jurídica.

Desta forma, no caso de violação desta norma registral, tornam-se as pessoas jurídicas de direito privado irregulares, não podendo contratar com Poder Público, declarar falência caso necessário, e a mais temida das hipóteses, passa a responder de forma ilimitada e solidária.

Chamo de “a mais temida das hipóteses”, pois a personalidade da pessoa jurídica garante a seus integrantes (sócios e administradores) uma espécie de proteção, que serve justamente para limitar sua responsabilidade perante a mesma, e ainda, limitar o acesso de terceiros em seu patrimônio pessoal. Em outras palavras, essa proteção separa a pessoa jurídica e seu patrimônio social da pessoa física e os seus bens, fazendo assim que não haja confusão patrimonial, limitando sua responsabilidade.

A fim de enlaçar ainda mais essa situação na contemporaneidade, visando sempre a presunção da boa-fé na atividade econômica, a livre iniciativa, a valorização do empreendedorismo, entre outros fatores, em 2019, com a promulgação da Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874, de 20 de Setembro de 2019), foi inserido no Código Civil o artigo 49-A, acompanhado do seu parágrafo único, vejamos:

*Art. 49-A. A pessoa jurídica não se confunde com os seus sócios, associados, instituidores ou administradores.*

*Parágrafo único. A autonomia patrimonial das pessoas jurídicas é um instrumento lícito de alocação e segregação de riscos, estabelecido pela lei com a*

---

6 Art. 45, CC/02: Começa a existência legal das pessoas jurídicas de direito privado com a inscrição do ato constitutivo no respectivo registro, precedida, quando necessário, de autorização ou aprovação do Poder Executivo, averbando-se no registro todas as alterações por que passar o ato constitutivo.

*finalidade de estimular empreendimentos, para a geração de empregos, tributo, renda e inovação em benefício de todos.*

Acredita-se que a inclusão deste artigo foi um marco importante na seara empresarial, pois acompanhado dos demais artigos inclusos (como será demonstrado ao longo desta pesquisa), tornou ainda mais claro que o incidente da desconsideração da personalidade jurídica não é um ato “comum”, mas sim uma medida excepcional, pelo simples fato da pessoa jurídica ser dotada de autonomia própria (personalidade), direitos, deveres e patrimônio, ela não deve ser confundida com a pessoa dos sócios e administradores, a não ser que haja o abuso da personalidade.

Compreendido estes termos, vejamos sobre o incidente da Desconsideração da Pessoa Jurídica.

### **3. DESCONSIDERAÇÃO DA PESSOA JURÍDICA**

#### **3.1. BREVE HISTÓRICO**

Com o advento do Código Comercial Brasileiro de 1850<sup>7</sup> e o aumento na constituição de pessoas jurídicas, a busca dos empreendedores em limitar os riscos patrimoniais pessoais que poderiam sofrer caso algo falhasse, também foi crescente.

Apesar do Código Comercial ter sido quase totalmente revogado em 2003, com a promulgação do Código Civil Brasileiro de 2002 (só permaneceu em vigor no que se refere ao Direito Comercial Marítimo), o primeiro caso efetivo de desconsideração da pessoa jurídica ocorreu em 1987, na Inglaterra<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> A ideia principal desta legislação era regular os direitos e obrigações das empresas e suas relações.

<sup>8</sup> KERSHAW, David. *Company Law in Context*. Oxford: Oxford University Press, 2009.

Salomon vs. Salomon<sup>9</sup>, além de ser o primeiro caso registrado, é um dos precedentes mais importantes no que tange a desconsideração da personalidade jurídica. Por muito tempo (em meados do século XX) este julgado fundamentou uma série de decisões sobre o assunto, vez que havia uma lacuna na legislação pertinente naquela época.

Com isto, após não só este, mas os diversos casos de abuso da pessoa jurídica existentes em todo mundo, foi constatada a necessidade de especificá-la e regulamentá-la.

---

9 Breve síntese do caso, por Georgia Russowsky Raad (resumido): “No final do século XIX, o empresário chamado Aron Salomon, dono de uma pequena empresa que produzia botas de couro, resolveu limitar a responsabilidade de sua empresa sobre seus bens, e de acordo com o Companies Act 1844, incorporou a mesma, registrando-a devidamente sob o regimento indicado. A empresa foi registrada como Aron Salomon Ltda., tendo como seus outros seis sócios, seus cinco filhos e sua esposa, já que a lei exigia que para a incorporação de uma empresa seriam necessários aos menos sete sócios, deixando uma lacuna sobre quaisquer requisitos necessários para tais participantes da empresa. O Sr. Salomon, pessoa física, emprestou para empresa £20.000, equivalentes a £1 cada ação, para que esta pudesse iniciar suas atividades com capital. Dessa forma, a empresa deu uma promessa de pagamento preferencial (debênture) ao Sr. Salomon, ficando ele como credor primário, caso a empresa se tornasse insolvente. A empresa foi mal nos anos seguintes, visto que o grande comprador era o Governo Britânico, e este resolveu diversificar as compras dentre todos os produtores. Diante tal situação, um administrador judicial foi indicado para liquidar os bens da empresa e pagar seus credores. Foi então verificado que nenhum credor receberia seus valores correspondentes, já que o primeiro credor era o Sr. Salomon, e os bens da empresa não seriam suficientes para solver todas as dívidas. Em 1895, a Corte Britânica recebeu o caso para então decidir sobre a desconsideração da personalidade jurídica na empresa Aron Salomon Ltda. Ao analisar o caso, manteve sua atenção sobre as intenções do legislador e do empresário, que incorporou sua empresa com seus seis sócios que não apresentavam boa-fé e independência. A respeitada juíza Lindley LJ deixou claro que o Companies Act, 1862 foi usado com o propósito diferente da intenção dos legisladores, conforme suas palavras: “O esquema do Sr. Aron Salomon é um instrumento para fraudar credores”. Assim, os votos da Corte de Apelação decidiram por autorizar a desconsideração da pessoa jurídica e buscar os bens pessoais do Sr. Salomon para saldar as dívidas com credores, fundamentando que a Corte lutou para encontrar um remédio legal para basear sua visão de abuso da lei. Porém, em 1897, o caso foi para a House of Lords, que destruiu essa ideia, assegurando a aplicação restrita da norma legal. A Corte Suprema confirmou que a incorporação criaria uma nova realidade fática, e que se possibilitada esta pela norma, fazer negócios neste formato não resultaria em infração e muito menos em alguma injustiça para terceiros, conforme afirma Lord Halsbury, um dos juízes da Corte, sobre os terceiros de boa-fé”.

### 3.2 DO INCIDENTE DA DESCONSIDERAÇÃO DA PESSOA JURÍDICA

A desconsideração da pessoa jurídica (ou desconsideração da personalidade jurídica – considerando o explícito no tópico II, que a pessoa não existe sem a personalidade), estampada no artigo 50 e seguintes do Código Civil, a grosso modo é definida como um ato jurídico oriundo de uma decisão judicial que tem por objetivo arremeter o patrimônio pessoal (bens) dos sócios e/ou administradores para quitação de obrigações prestadas e que seriam de inteira responsabilidade da sociedade.

In verbis:

*Art. 50, CC/02: Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, desconsiderá-la para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso.*

*§ 1º. Para os fins do disposto neste artigo, desvio de finalidade é a utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza.*

*§ 2º. Entende-se por confusão patrimonial a ausência de separação de fato entre os patrimônios, caracterizada por:*

*I - cumprimento repetitivo pela sociedade de obrigações do sócio ou do administrador ou vice-versa;*

*II - transferência de ativos ou de passivos sem efetivas contraprestações, exceto os de valor proporcionalmente insignificante; e*

*III - outros atos de descumprimento da autonomia patrimonial.*

§ 3º. O disposto no caput e nos §§ 1º e 2º deste artigo também se aplica à extensão das obrigações de sócios ou de administradores à pessoa jurídica.

§ 4º. A mera existência de grupo econômico sem a presença dos requisitos de que trata o caput deste artigo não autoriza a desconsideração da personalidade da pessoa jurídica.

§ 5º. Não constitui desvio de finalidade a mera expansão ou a alteração da finalidade original da atividade econômica específica da pessoa jurídica.

**Art. 51, CC/02:** Nos casos de dissolução da pessoa jurídica ou cassada a autorização para seu funcionamento, ela subsistirá para os fins de liquidação, até que esta se conclua.

§ 1º. Far-se-á, no registro onde a pessoa jurídica estiver inscrita, a averbação de sua dissolução.

§ 2º. As disposições para a liquidação das sociedades aplicam-se, no que couber, às demais pessoas jurídicas de direito privado.

§ 3º. Encerrada a liquidação, promover-se-á o cancelamento da inscrição da pessoa jurídica.

**Art. 52, CC/02:** Aplica-se às pessoas jurídicas, no que couber, a proteção dos direitos da personalidade.

Ainda conceituando, com as esplêndidas palavras de Daniel Bushatsky<sup>10</sup>, a desconsideração da personalidade jurídica é uma “medida extrema e cirúrgica, que coíbe a fraude ou o abuso de direito, permitindo que o credor alcance os bens particulares dos sócios e/ou administradores. Ela reforça a autonomia patrimonial da pessoa jurídica e a preservação da empresa, não devendo ser utilizada tão somente porque a pessoa jurídica não tenha mais bens para satisfazer aos seus credores”.

O artigo 50, supra, prevê que para que seja considerado o incidente da desconsideração, deve ser provado o abuso da personalidade

---

<sup>10</sup> BUSHATSKY, Daniel. Desconsideração da personalidade jurídica. Enciclopédia jurídica da PUC-SP, 2018.

jurídica, sendo este comprovado mediante desvio de finalidade, ou por confusão patrimonial. Isto é, o credor tem algo a buscar na esfera patrimonial da pessoa jurídica e não consegue receber, pois esta (pessoa jurídica) não tem patrimônio em seu nome, sendo assim, a execução frustrada.

Diante deste cenário, suponhamos que o credor descobre que o patrimônio da empresa foi transferido aos sócios sem contraprestações, sendo a pessoa jurídica utilizada de forma ilícita para não cumprir com suas obrigações. Constatado o abuso, é cabível a desconsideração.

Vale ressaltar que, para fins deste incidente, é cabível em qualquer momento – seja na execução, na peça exordial, no cumprimento de sentença...

No Código de Processo Civil, a partir do artigo 133 ao artigo 137<sup>11</sup>, é possível analisar como funciona a instauração do incidente, não podendo esta ocorrer de ofício, devendo ser solicitada mediante requerimento da parte ou do Ministério Público, quando lhe couber intervir no processo.

---

11 Art. 133. O incidente de desconsideração da personalidade jurídica será instaurado a pedido da parte ou do Ministério Público, quando lhe couber intervir no processo.

§ 1º O pedido de desconsideração da personalidade jurídica observará os pressupostos previstos em lei.

§ 2º Aplica-se o disposto neste Capítulo à hipótese de desconsideração inversa da personalidade jurídica.

Art. 134. O incidente de desconsideração é cabível em todas as fases do processo de conhecimento, no cumprimento de sentença e na execução fundada em título executivo extrajudicial.

§ 1º A instauração do incidente será imediatamente comunicada ao distribuidor para as anotações devidas.

§ 2º Dispensa-se a instauração do incidente se a desconsideração da personalidade jurídica for requerida na petição inicial, hipótese em que será citado o sócio ou a pessoa jurídica.

§ 3º A instauração do incidente suspenderá o processo, salvo na hipótese do § 2º.

§ 4º O requerimento deve demonstrar o preenchimento dos pressupostos legais específicos para desconsideração da personalidade jurídica.

Art. 135. Instaurado o incidente, o sócio ou a pessoa jurídica será citado para manifestar-se e requerer as provas cabíveis no prazo de 15 (quinze) dias.

Art. 136. Concluída a instrução, se necessária, o incidente será resolvido por decisão interlocutória.

Parágrafo único. Se a decisão for proferida pelo relator, cabe agravo interno.

Art. 137. Acolhido o pedido de desconsideração, a alienação ou a oneração de bens, havida em fraude de execução, será ineficaz em relação ao requerente.

Importante salientar que, caso seja estendida a responsabilidade para o sócio, esta não será conveniente a todos, apenas recairá para aquele que tenha sido beneficiado pelo abuso, digo, se a sociedade possui a totalidade de cinquenta sócios, apenas os que foram beneficiados (sejam sócios ou administradores) responderão com seu patrimônio pessoal.

Outro ponto importante é que, com a recente promulgação da Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/19), cujas alterações versaram sobre a seara do Direito da Empresa, o artigo 50 (supra) passou por alterações, pois os Tribunais interpretavam a desconsideração da pessoa jurídica de forma “ampla”. Vejamos a redação anterior:

**Art. 50, CC/02 (antes da alteração feita pela Lei 13.874/19):** Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.

Com a inclusão dos parágrafos, a redação ficou mais clara. No parágrafo primeiro, conceituaram o que seria o “desvio de finalidade”; no parágrafo segundo define-se a “confusão patrimonial”. De qualquer forma, o entendimento pelo Tribunal continua subjetivo. O julgamento sempre dependerá do caso concreto e do Magistrado.

O parágrafo terceiro versa sobre a autorização da desconsideração inversa, onde o sócio firma diversos compromissos e usa a sociedade para não cumprir seus atos. Neste caso, desconsidera-se a pessoa física para atingir os bens da pessoa jurídica. Já no parágrafo quarto, há deliberação sobre a desconsideração do grupo econômico, onde, antes de julgar procedente a desconsideração de todo grupo, deve-se verificar o abuso de todas as pessoas jurídicas envolvidas.

O parágrafo quinto remete a mudança de objeto durante a execução, deliberando que tal fato não é considerado desvio de finalidade, a saber, a simples alteração do objeto não é causa de desconconsideração da pessoa jurídica.

Vale pôr em evidência que na seara jurídica, o termo desconconsideração da pessoa jurídica difere-se da desconstituição da pessoa jurídica. Na desconconsideração o procedimento realizado é conforme mencionado nos parágrafos supra, a pessoa jurídica não deixa de existir, ela apenas não pode assumir responsabilidades em seu nome. Já a desconstituição, como remete a própria etimologia - “extinção/restrrição” - a pessoa jurídica é extinta.

A doutrina classifica a desconconsideração da pessoa jurídica em duas teorias/espécies, quais sejam:

A Teoria Maior, tem espécie Subjetiva, ou seja, antes de ingressar com o incidente é necessário comprovar não só o abuso da personalidade e o dano, mas também a culpa dos sócios. Esta é a regra geral, adotada no artigo 50 e seguintes do Código Civil para os micro-ordenamentos que não possuem disposição específica. Já a Teoria Menor, de espécie Objetiva, idealiza que para ingressar com o incidente, basta a ocorrência do fato, independente da análise da culpa. Apenas existe a necessidade de provar a existência do dano, não sendo analisada a culpa dos sócios. O direito brasileiro adota a teoria menor da desconconsideração da personalidade jurídica para alguns micro-ordenamentos, como por exemplo a Lei de Proteção ao Meio Ambiente (Lei 9.605/98) e o Código de Defesa do Consumidor (Lei 8.078/90), dentre outros.

## **4. ARBITRAGEM**

### **4.1 BREVE HISTÓRICO**

A Lei Arbitral nº. 9.307, foi promulgada no ano de 1996, tornando-se uma grande evolução no âmbito da solução de conflitos, embora tal instituto vinha a ser aplicado desde as antiguidades.

Em dezembro de 2001, fora reconhecida sua constitucionalidade e desde então foi muito bem aceita no âmbito jurídico para dirimir conflitos (desde que analisados os pressupostos intrínsecos, como por exemplo, a Cláusula Compromissória Arbitral).

Amplamente consolidada, a arbitragem passou a ser veementemente aplicada no âmbito dos conflitos internacionais, os quais envolviam empresas brasileiras. Apesar de inicialmente sua aplicação causar certa resistência por parte destas empresas, com o passar dos tempos, restou consolidada a ideia de que a arbitragem seria um meio alternativo, por sua vez, muito eficaz e justa no que tange a sanar os conflitos, uma vez que o judiciário brasileiro se vê atolado em diversas demandas, sendo impossível ter a celeridade que a arbitragem oferece a estes.

Tanto que, no ano de 2012, o Brasil figurou na quarta colocação entre os países que mais utilizou o método de arbitragem para as demandas internacionais, estabelecendo-se como um dos mais adeptos a promoverem suas demandas por tal instituto. Atualmente, o Brasil figura na terceira colocação em números de arbitragem, conforme estatísticas da Câmara de Comercio Internacional.

Por fim, por todo evidenciado e estudado, vê-se que a Lei Arbitral instituída em 1996, assim como a reforma trazida à tona no ano de 2012, sagrou-se satisfatória não só pelas significativas melhorias implementadas, mas, também, por sua grande repercussão no âmbito do direito, por acalorar discussões envolvendo professores, juristas, advogados e afins, para minimizar qualquer incerteza que a lei

pudesse trazer em seu escopo e maximizar uma matéria de natureza tão relevante para o rumo da arbitragem.

## **4.2 O INSTITUTO DA ARBITRAGEM**

A arbitragem pode ser conceituada como “(...) meio alternativo de solução de controvérsias através da intervenção de uma ou mais pessoas que recebem seus poderes de uma convenção privada, decidindo com base nela, sem intervenção estatal, sendo a decisão destinada a assumir a mesma eficácia da sentença judicial, e é colocada à disposição de quem quer que seja, para solução de conflitos relativos a direitos patrimoniais acerca dos quais os litigantes possam dispor”<sup>12</sup>.

Em outras palavras, a arbitragem pode ser definida como um julgamento onde a decisão a ser promulgada é proferida por um terceiro imparcial, escolhido pelos litigantes, tendo por finalidade a autocomposição das partes, mediante trâmites céleres, mais simplificados que os do judiciário, dotados de confidencialidade e amplamente respaldados pelo ordenamento jurídico brasileiro.

Este instituto atualmente é regulamentado pela Lei nº 9.307/1996 e pela CAMARB – Câmara de Arbitragem Empresarial (Brasil), e possui como vantagens a eficiência, a confidencialidade, a possibilidade de escolha de árbitro (jugador) especialista na temática e a flexibilidade, entre outras.

## **5. A DESCONSIDERAÇÃO DA PESSOA JURÍDICA EM SEDE ARBITRAL**

A Desconsideração da Pessoa Jurídica em Sede Arbitral é um tema extremamente controverso e polêmico, tanto no meio jurídico, quanto na arbitragem.

---

<sup>12</sup> CARMONA, Carlos Alberto. Arbitragem e processo. Um comentário a lei 9.307/96. 2 ed. Atlas. São Paulo, 2004.

A saber, um dos pilares da arbitragem é o livre e pleno exercício da autonomia da vontade, isto é, devido a sua origem contratual, para dar início ao processo de arbitragem as partes devem consentir (o termo consentir é induzido à termo, pode ser expresso ou tácito), ser capazes e se submeterem à resolução de um conflito na justiça privada. Desta forma, a falta de consenso entre as partes remete à não execução da arbitragem.

Além disto, via de regra, a maioria dos árbitros/arbitralistas não concordam com a responsabilidade de julgar o incidente de desconsideração da pessoa jurídica, isto, pois alegam que a existência da Cláusula Compromissória Arbitral<sup>13</sup> de certa forma limita seus efeitos, fazendo assim que a arbitragem seja inoportuna.

Como exemplo, imagine a seguinte situação: a pessoa jurídica A, há tempos vem desviando seu patrimônio para os sócios C e D, e para os filhos dos sócios, E e F. Ao firmar um contrato de prestação de serviços com um terceiro (chamaremos de B), A não cumpriu e B teve um imenso prejuízo. Ao tentar executar A, B verificou que A não possuía patrimônio algum. Contudo, suponhamos que o B resolve investigar a situação e descobre que o patrimônio de A foi transferido para C, D, E e F, sem contraprestações, sendo A uma empresa de ‘fachada’ e utilizada de forma ilícita para não cumprir com suas obrigações.

Neste momento, consegue-se provar o abuso e requerer o incidente da desconsideração da personalidade jurídica. Então, no próprio processo de execução inclui-se como polos processuais E e F, que não são sócios de A, mas foram beneficiados com o abuso correlato.

No contrato de prestação de serviços firmado, havia a existência de Cláusula Compromissória Arbitral e, ao tentar a resolução do litígio extrajudicialmente por meio da arbitragem, deparam-se com a existência de outro conflito, visto que foram inseridos no polo

---

13 Art. 4º, Lei nº 9.307/96: A cláusula compromissória é a convenção através da qual as partes em um contrato comprometem-se a submeter à arbitragem os litígios que possam vir a surgir, relativamente a tal contrato.

judicial os filhos dos sócios, que por sua vez, não assinaram a Cláusula Compromissória Arbitral.

As questões ora discutidas então são: podem os árbitros (Câmara Arbitral) julgarem sob demanda a qual estão presentes partes (terceiros) que não assinaram a Cláusula Compromissória Arbitral? Até qual momento o chamado incidente da Desconsideração da Personalidade Jurídica é viável em vias judiciais? E ainda, o que de fato impediria que tal processo fosse realizado extrajudicialmente, via Arbitragem?

Interrompendo essa situação hipotética, percebe-se que houve a decadência do direito da ação principal, pois se perdeu o objeto. Já além, verifica-se que o Judiciário agiu de maneira equivocada, vejamos: visto a Cláusula Compromissória Arbitral no contrato de prestação de serviços originário, o Magistrado deveria ter extinguido sem resolução de mérito, vez que o meio para resolução de litígios inicialmente firmado era outro.

Entendido isto, informo que este caso é verídico. Se trata das empresas Continental do Brasil Produtos Automóveis LTDA e Serpal Engenharia e Construtora LTDA (processo público).

Embora a ampliação subjetiva da Cláusula Compromissória Arbitral e a desconsideração da pessoa jurídica sejam, por si sós, temas que ainda necessitam de muita fundamentação a fim de sanar as lacunas da legislação vigente, analisando pelo sentido amplo da legislação existente (artigo 50, do Código Civil), a desconsideração da personalidade jurídica visa servir como uma espécie de penalidade aplicada ao ato abusivo da pessoa jurídica.

Nesse diapasão, da mesma forma que o parágrafo terceiro versa sobre a autorização da desconsideração inversa, e o parágrafo quarto, dispõe sobre a deliberação da desconsideração do grupo econômico, aquele que, de alguma forma, obteve vantagem ilícita sob outrem, deveria também responder pelo dano, independentemente da Cláusula Compromissória Arbitral.

É regulamentado que a Câmara Arbitral deverá proceder com imparcialidade, independência, competência, diligência e discricção<sup>14</sup>. Ainda, faz-se necessário acrescentar que, conforme dispõe os artigos 17 e 18 da Lei da Arbitragem (**Lei nº 9.307, de 23 de Setembro de 1996**)<sup>15</sup>, os árbitros escolhidos, possuem competência de julgar. Aliás, esta é uma das vantagens que o instituto da arbitragem proporciona, vez que a sentença proferida pelos árbitros é, no limite da lei, definitiva, e conta com a mesma força de uma sentença transitada em julgado que, como é cediço, demora anos quando a via escolhida for à judicial.

Por fim, conclui-se que, apesar das modificações realizadas pela Lei da Liberdade Econômica, falta regulamentação no que tange a Desconsideração da Pessoa Jurídica em Sede Arbitral, pois vejamos, caso por ventura fosse incluído um novo parágrafo deliberando sobre tal, este procedimento poderia ser feito de forma extrajudicial, com maior celeridade, através do instituto da Arbitragem.

## 6. REFLEXÕES FINAIS

Ao longo deste artigo, que versou acerca da Desconsideração da Pessoa Jurídica em Sede Arbitral, foi apontado que, em diversos aspectos, a arbitragem é um instituto muito benéfico para a sociedade (em todos os sentidos, principalmente na seara empresarial).

Nesse diapasão, as pessoas jurídicas também são extremamente importantes para efetivar a circulação de riqueza. Infelizmente, não se pode confiar apenas na boa-fé da parte, pois todos estão sujeitos a serem vítimas de alguma fraude. Por esta razão, buscando minimizar o prejuízo e intensificar celeridade, a arbitragem certamente será o meio adequado para a solução de conflitos.

---

14 Art. 13, § 6º, Lei nº 9.307/96: No desempenho de sua função, o árbitro deverá proceder com imparcialidade, independência, competência, diligência e discricção.

15 Art. 17, Lei nº 9.307/96: Os árbitros, quando no exercício de suas funções ou em razão delas, ficam equiparados aos funcionários públicos, para os efeitos da legislação penal. Art. 18, Lei nº 9.307/96: O árbitro é juiz de fato e de direito, e a sentença que proferir não fica sujeita a recurso ou a homologação pelo Poder Judiciário.

Por fim, o que falta de fato no nosso ordenamento jurídico – apesar das constantes evoluções já garantidas, como por exemplo as alterações no Código Civil através da Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/19) e as atualizações da Lei da Arbitragem (**Lei nº 9.307/96**) - **é a regulamentação sobre o poder dos árbitros em intimar/citar/convidar a participar (cientes da autonomia da vontade, característica intrínseca) da sessão de arbitragem as pessoas (terceiros) que comprovadamente estariam envolvidas na lide. Isto, sem dúvidas, traria mais segurança à Câmara Arbitral.**

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Eduardo Vieira de; VAUGHN, Gustavo Favero. **Arbitragem e desconsideração da personalidade jurídica**. 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-superiores/332308/arbitragem-e-desconsideracao-da-personalidade-juridica>. Acesso em: 07 ago. 2021.

ALMEIDA, Lívia Munique. **A Desconsideração da Personalidade Jurídica e o Código de Defesa do Consumidor**. Revista Dat@venia. V. 8, N° 1 (Jan./Abr.) 2016, p.170-187.

BARTOLOMEU, Felipe. **Desconsideração da personalidade jurídica: conceitos, teorias e mudanças**. 2020. Disponível em: <https://www.aurum.com.br/blog/desconsideracao-da-personalidade-juridica/>. Acesso em: 03 ago. 2021.

BRANTES, Daniel. **O que é a arbitragem?**. 2020. Disponível em: <https://www.direitoprofissional.com/arbitragem/>. Acesso em: 20 ago. 2021.

BRASIL. Lei nº 556, de 25 de junho de 1850. **Código Comercial**. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lim/lim556.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim556.htm). Acesso em: 05 ago. 2021.

BRASIL. Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990. **Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências**. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8078compilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8078compilado.htm). Acesso em: 05 ago. 2021.

BRASIL. Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996. **Dispõe sobre a arbitragem**. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19307.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19307.htm). Acesso em: 05 ago. 2021.

BRASIL. Lei nº 9.605, de 12 de fevereiro de 1998. **Dispõe sobre as sanções penais e administrativas derivadas de condutas e atividades lesivas ao meio ambiente, e dá outras providências.** Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9307.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9307.htm). Acesso em: 05 ago. 2021.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Institui o Código Civil.** Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/l10406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm). Acesso em: 05 ago. 2021.

BRASIL. Lei nº 13.105, de 16 de Março de 2015. **Código de Processo Civil.** Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm). Acesso em: 05 ago. 2021.

BUSHATSKY, Daniel. **Desconsideração da personalidade jurídica. Enciclopédia jurídica da PUC-SP.** 2018. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/229/edicao-1/desconsideracao-da-personalidade-juridica>. Acesso em: 10 ago. 2021.

CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e processo. Um comentário a lei 9.307/96.** 2 ed. Atlas. São Paulo, 2004.

COELHO, Fabio Ulhôa. **Curso de direito comercial: direito de empresa.** 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. Volume 2.

COSTA, José Maria. **Pessoa Humana.** 2006. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/gramatigalhas/21712/pessoa-humana> Acesso em: 03 ago. 2021.

CRESPO, Murilo Zena. **A responsabilidade dos sócios/administradores nos casos de desconsideração da personalidade jurídica.** 2021. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/348675/desconsideracao-da-personalidade-juridica>. Acesso em: 03 ago. 2021.

DEDIER JR., Fredie. **Arbitragem: estudos sobre a Lei n. 13.129, de 26-5-2015**. José Francisco Cahali, Tiago Rodovalho e Alexandre Freire (orgs.). São Paulo: Saraiva, 2016.

DELGADO, José Augusto. **A arbitragem no Brasil - Evolução histórica e conceitual**. Publicada no Juris Síntese nº 44 - Nov/Dez de 2003.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil Brasileiro**, Vol. I. 36. ed. São Paulo: Saraiva, 2019.

DINIZ, Maria Helena. **Código Civil Comentado**. 18. Ed. 2. triagem. São Paulo, Saraiva, 2018.

KERSHAW, David. **Company Law in Context**. Oxford: Oxford University Press, 2009.

PILLI, Conrado Hilsdorf. **Efetividade da desconsideração da personalidade jurídica na arbitragem**. 2018. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2018-jun-25/conrado-pilli-desconsideracao-pessoa-juridica-arbitragem>. Acesso em: 01 out. 2021.

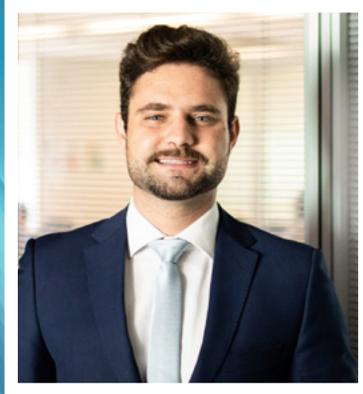
RAAD, Georgia Russowsky. **Breve análise sobre a importância do precedente britânico Salomon v. Salomon para o Direito Empresarial**. 2011. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/edicoes/revista-91/breve-analise-sobre-a-importancia-do-precedente-britanico-salomon-v-salomon-para-o-direito-empresarial/>. Acesso em: 20 set. 2021.

ROCHA, Gustavo Ribeiro. **A Lei da Liberdade Econômica e a Inserção do art. 49-A, no Código Civil**. 2019. Disponível em: <https://ribeirorocha.com.br/artigo/a-lei-da-liberdade-economica-e-a-insercao-do-art-49-a-no-codigo-civil/>. Acesso em: 20 ago. 2021.

SILVA, De Plácido e. **Vocabulário Jurídico**. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1989. vol. III, p. 365.

SZTAJN, Rachel; VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Arbitragem e desconsideração da personalidade jurídica**. 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/333918/a-arbitragem--a-desconsideracao-da-personalidade-juridica-e-a-clausula-compromissoria>. Acesso em: 07 ago. 2021.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **A arbitragem, a desconsideração da personalidade jurídica e a cláusula compromissória**. 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/333918/a-arbitragem--a-desconsideracao-da-personalidade-juridica-e-a-clausula-compromissoria>. Acesso em: 20 set. 2021.



Eric Gariglio Nahum

**BREVES CONSIDERAÇÕES  
SOBRE PLANOS DE OPÇÕES DE  
SUBSCRIÇÃO E COMPRA DE  
PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS  
NO BRASIL**



Marcus Guimarães Drumond

**BREVES CONSIDERAÇÕES  
SOBRE PLANOS DE OPÇÕES DE  
SUBSCRIÇÃO E COMPRA DE  
PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS  
NO BRASIL**

*Marcus Guimarães Drumond<sup>1</sup>*  
*Eric Gariglio Nahum<sup>2</sup>*

## **1. INTRODUÇÃO**

Empreender no Brasil pode não ser tão simples<sup>3</sup>. Além dos conhecidos problemas sociais, políticos e econômicos, muitos negócios ainda têm de lidar com a escassez de mão de obra qualificada, que se acentua em determinados setores (como o de tecnologia, por exemplo), e com a insegurança jurídica decorrente de uma volumosa e complexa legislação, especialmente em matéria fiscal e trabalhista. Assim, é natural que o empresariado brasileiro esteja constantemente em busca de soluções que o auxiliem a endereçar da melhor forma possível essas “dores”.

No que diz respeito à contratação e engajamento de bons profissionais, temos uma estrutura importada do direito estadunidense que, apesar de prevista em nossa legislação desde 1976 e amplamente utilizada por companhias abertas [1], só agora vem se “popularizando”

---

1 Sócio e co-head do time de Societário, M&A e Investimentos da Oliveira Drumond Advogados. Pós-graduando (LL.M.) em Direito Empresarial pelo IBMEC. Extensão em Direito das Startups pelo Insuper. Membro da Comissão de Direito Societário e da Comissão de Direito para Startups da OAB/MG.

2 Advogado Sênior e Head da área de M&A do Lacerda Diniz Sena Advogados. Professor no Curso de Pós-Graduação em Direito de Empresa da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, matéria de M&A e Governança Corporativa. Professor no Curso de Direito Desportivo na Universidade do Futebol, matéria Clube Empresa e Governança Corporativa no Futebol. Professor convidado do Health Business Summit, matéria Direito Empresarial e Governança Corporativa. Membro da Comissão de Direito Societário da OAB/MG. Pós-graduado em Direito Empresarial - PUC Minas. Corporate Finance Executive Program – College of Business at Ohio University – Athens/OH - EUA.

3 Para ilustrar essa realidade, após monitorar empresas durante cinco anos (2013 a 2018), o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE concluiu que, após o quinto ano monitoramento, apenas 36,3% das empresas ainda estavam ativas. IBGE, Agência de Notícias. Disponível em: [https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-salade-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/29206-demografia-das-empresas-em-2018-taxa-de-sobrevivencia-das-empresas-foi-de-84-1#:~:text=Pr%C3%B3ximas%20divulga%C3%A7%C3%B5es-,Demografia%20das%20Empresas%3A%20em%202018%2C%20taxa%20de%20sobreviv%C3%Aancia%20das,empresas%20foi%20de%2084%2C1%25&text=Essa%20taxa%20de%20sobreviv%C3%Aancia%20\(84,2017%20\(84%2C8%25\)](https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-salade-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/29206-demografia-das-empresas-em-2018-taxa-de-sobrevivencia-das-empresas-foi-de-84-1#:~:text=Pr%C3%B3ximas%20divulga%C3%A7%C3%B5es-,Demografia%20das%20Empresas%3A%20em%202018%2C%20taxa%20de%20sobreviv%C3%Aancia%20das,empresas%20foi%20de%2084%2C1%25&text=Essa%20taxa%20de%20sobreviv%C3%Aancia%20(84,2017%20(84%2C8%25).). Acesso em 29 set. 2021.

no middle market brasileiro (principalmente pela crescente utilização desse modelo por startups). Trata-se da denominada “opção de subscrição ou compra de participação societária”<sup>4</sup> oferecida por sociedades ou companhias a colaboradores considerados essenciais à operação, tais como administradores (diretores ou conselheiros), empregados (geralmente gestores ou líderes de áreas) e pessoas naturais prestadoras de serviços.

Tal estrutura, uma vez que permite ao colaborador se tornar sócio ou acionista da sociedade ou companhia para a qual trabalha, proporciona maior retenção de talentos estratégicos, alinhamento de interesses, capitalização da sociedade ou companhia e, de certa forma, redução de certos encargos – no sentido de tornar menos constantes aumentos da remuneração fixa do colaborador, em prol da atraente possibilidade de se participar de um evento de liquidez (venda do controle, 100% das participações societárias ou oferta pública) ou dos resultados da sociedade ou companhia em questão. No mercado norte-americano, por exemplo, o mecanismo teve tanto sucesso que, nos anos 90, cerca de 70% dos executivos se beneficiavam de opções [2].

Nesse contexto, o objetivo deste artigo é tecer breves considerações sobre as opções dentro do ordenamento jurídico brasileiro, destacando aspectos práticos de sua operacionalização e riscos à luz da jurisprudência mais recente.

---

<sup>4</sup> Também chamadas de “stock options”, simplesmente “opções” ou, até mesmo, “contratos de vesting”, como são mais comumente denominadas no ecossistema de tecnologia e inovação.

## 2. OPÇÕES

### 2.1 CONCEITO

Nas palavras de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira [3], opção de subscrição ou compra de participação societária constitui contrato originário do direito norte-americano, previsto, no Brasil, no §3º do artigo 168 da Lei n.º 6.404/1976 (“Lei das S.A.”) [4], “pelo qual a companhia outorga direito de adquirir ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedades sob seu controle”.

Expandindo o referido conceito, por se tratar de direito (e não obrigação) de um certo beneficiário ou outorgado subscrever ou comprar quotas ou ações de determinada sociedade ou companhia, é necessário que o contrato (e, eventualmente, o regulamento do plano aprovado) responsável por reger a relação jurídica preveja as condições a serem observadas para a aquisição do referido direito.

Dentre as principais condições, destacamos: (i) cumprimento de um período de carência ou “cliff” (no mercado, costuma-se propor algo entre 6 meses a 1 ano) para fins de validação da relação; (ii) cumprimento de um período de tempo ou “vesting” (no mercado, costuma-se propor de 3 a 4 anos, a depender do modelo de negócio e sua maturidade) e/ou metas de performance a serem atingidas, bem como a divisão em lotes do número de quotas ou ações passíveis de aquisição [5]; (iii) pagamento de um preço de exercício ou “strike price” para a aquisição propriamente dita das quotas ou ações (no mercado, costuma-se propor desconto de 20% a 40% sobre o valuation utilizado como referência para a outorga da opção); e (iv) prazo para exercício da opção (em sua totalidade ou lote a lote, conforme o caso).

Naturalmente, cada condição deve ser definida conforme os objetivos e a realidade operacional da sociedade ou companhia outorgante. Mas é importante lembrar que há também outras disposições sobre as quais se deve ter atenção para fins de mitigação

de riscos, como as que envolvem a possibilidade de recompra em caso de rescisão do contrato de executivo/emprego/prestação de serviços do outorgado com a outorgante, obrigações de não concorrência e não solicitação, confidencialidade, entre outras.

Por fim, é relevante destacar que, apesar de comumente se utilizar o termo “opções de compra” – tendo o legislador, inclusive, tratado as opções dessa forma na Lei das S.A., tecnicamente, há diferença entre a opção de compra e a de subscrição<sup>5</sup>.

No primeiro caso, presume-se a outorga realizada pela sociedade ou companhia de opção cujo objeto abarque quotas ou ações já emitidas e mantidas em tesouraria ou, ainda, a realizada diretamente por sócio ou acionista, podendo gerar eventual ganho de capital (a depender do valor declarado das quotas ou ações e o preço de exercício estabelecido em contrato, ressalvada a hipótese de quotas/ações mantidas em tesouraria, cujo lucro não integra o resultado do exercício, mas sim a reserva de lucros).

No segundo, temos o pagamento do preço de exercício pelo beneficiário ou outorgado como integralização de capital devida pela subscrição/emissão de novas quotas ou ações pela sociedade ou companhia outorgante, devendo-se observar as características de emissão de novas quotas/ações estabelecidas pela Lei das S.A. e pela Lei n.º 10.406/2002 (“Código Civil”). O brasileiro não aprofundou no modelo de operacionalização das opções. Basicamente, os artigos 168, §3º, e 171, §3º, da Lei das S.A. são os principais dispositivos que tratam sobre o tema. O último indica que não há direito de preferência na subscrição de ações objeto de exercício de opção [6], enquanto o primeiro descreve de forma genérica que o estatuto de companhia poderá prever, dentro dos limites do capital autorizado [7] e de acordo com um plano previamente aprovado pela assembleia geral [8], a

---

5 Recentemente, a Lei Complementar n.º 182/2021 (o “Marco Legal das Startups”), em seu artigo 5º, §1º, incisos I e II, aparentemente promoveu essa distinção ao elencar separadamente contratos de opção de subscrição e de compra de quotas ou ações como possíveis instrumentos de investimento em startups.

outorga de opções a administradores, empregados ou prestadores de serviços da companhia ou sociedades sob o seu controle.

Portanto, dentro do universo das sociedades por ações, para a implementação das opções, para que não haja necessidade de alteração do estatuto social, esse deverá prever capital autorizado (para melhor gestão, o conselho de administração deverá estar ativo), bem como a existência de um plano previamente aprovado pela assembleia geral, que é o documento competente para traçar as diretrizes gerais de todos os contratos de opção que, a partir de então, poderão ser firmados pelo conselho de administração, uma vez ativo, ou pela diretoria com a aprovação daquele.

Aprovado o plano, o conselho de administração, uma vez ativo, passa a se tornar o órgão competente para identificar e nomear beneficiários ou outorgados, sendo usual no mercado a estipulação de um período do ano para tal seleção. Assim, cria-se um ambiente interno nas companhias que mantém a estrutura de opções que incentiva e otimiza a convergência de visões, estimulando os colaboradores interessados a trabalhar cada vez mais para atenderem os critérios de eleição previstos no plano e serem eventualmente “escolhidos”.

Todavia, é interessante destacar que, no âmbito das sociedades empresárias limitadas (tipo societário mais utilizado pelas startups, por exemplo), essa mecânica toda aplicável às sociedades por ações não é exigida em razão da ausência de tratamento específico do assunto pelo Código Civil, não havendo, em tese, pré-requisitos para a existência e validade de contratos de opção (sendo questionável, no entanto, a aplicação das disposições previstas na Lei das S.A. às sociedades empresárias limitadas que se regem supletivamente por tal diploma).

É por esse motivo que, em relação às limitadas, na prática, quase não se vê planos de outorga de opções, mas tão somente a outorga individual de contratos de opção. Em contrapartida, como não haveria vedação legal para direito de preferência tal como prevê a Lei das S.A., o que geralmente ocorre é a assinatura de todos os sócios em cada contrato de opção, como intervenientes anuentes, renunciando ao

exercício de tal direito quando do exercício da opção pelo beneficiário ou outorgado.

Interessante pontuar que, no âmbito das sociedades limitadas, sob o ponto de vista operacional, a implementação dos planos de opção mediante subscrição de novas quotas se torna um pouco mais complexo do que nas sociedades por ações, dada a impossibilidade de emissão de novas quotas com valor nominal diferente das quotas pré-existentes. Ou seja, muito embora a legislação relativa às limitadas seja mais simplificada no que diz respeito à criação do plano, quando da precificação/emissão das novas quotas, é possível notar uma maior rigidez em relação ao preço de emissão, o que, em muitas oportunidades, faz com que os sócios da sociedade optem pelo caminho da transformação dela em uma sociedade por ações.

## **2.2 OBJETIVOS E UTILIDADE PRÁTICA DAS OPÇÕES**

Dois objetivos são comumente perseguidos quando da outorga de opções.

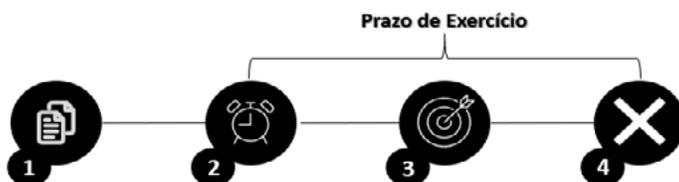
Primeiro, busca-se eliminar conflito de agência [9] entre stakeholders (colaboradores estratégicos e controladores/fundadores/sócios ou acionistas em geral), na medida em que possibilita não só um maior crescimento e lucratividade operacional da sociedade ou companhia outorgante, como, também, promove reconhecimento da participação dos beneficiários ou outorgados das opções no sucesso do negócio.

Tem-se, então, uma relação de “ganha-ganha” por meio da qual, havendo efetivo crescimento da sociedade ou companhia, ganham os demais sócios ou acionistas e os beneficiários ou outorgados, já que esses poderão adquirir quotas ou ações a um preço inferior ao valor de mercado das mesmas participações societárias no momento do exercício da opção, que costuma ocorrer somente alguns anos após a assinatura do contrato (a partir do cumprimento dos períodos de cliff e vesting já mencionados acima).

Já o segundo se baseia na premissa de que a sociedade ou companhia outorgante está em busca de um evento de liquidez ou de distribuir periodicamente resultados, gerando atratividade suficiente ao beneficiário ou outorgado de maneira que esse possa concluir que o valor eventualmente por ele obtido na venda das quotas ou ações às quais teria direito, ou no recebimento de lucros ou dividendos da sociedade ou companhia em questão, provavelmente superaria substancialmente possível remuneração que poderia obter trabalhando em outros lugares, onde não teria acesso a opções.

Além disso, como parte do êxito na materialização dessa premissa envolve em parte o empenho do próprio beneficiário ou outorgado, o mecanismo se torna ainda mais interessante. Isso sem considerar a redução das despesas com pessoal [10], o que gera um ganho indireto de caixa na sociedade ou companhia no curto prazo, o que permite maiores reinvestimentos na própria operação. Importante pontuar que, a redução de despesas com pessoal, entretanto, deve ser tratada com bastante cautela e respeito à legislação trabalhista a fim de não descaracterizar a natureza da outorga, como explicaremos com mais detalhes no tópico à frente.

A seguir, verifica-se uma breve linha do tempo para ilustrar melhor, na ótica do beneficiário ou outorgado, a vantagem prática das opções.



Suponhamos que o beneficiário ou outorgado é um desenvolvedor talentoso e colaborador de uma startup, sociedade empresária limitada, desenvolvedora de soluções em software para o varejo alimentício.

No momento 1 (janeiro de 2014), a startup outorgou a ele opção de comprar 1.000 quotas pelo preço de R\$2,50 por quota, pois esse era o valuation à época (já considerando um desconto de 25%). Estipulou-se no contrato cliff de 1 ano, vesting de 4 anos e prazo de exercício de até 2 anos após finalizado o período de vesting.

No momento 2 (fevereiro de 2019), já tendo completado integralmente o período de vesting, o beneficiário ou outorgado poderia comprar as quotas objeto da opção que foi a ele outorgada e ingressar no quadro societário da startup. Entretanto, para não se descapitalizar, resolveu aguardar um pouco mais.

Com o crescimento constante da startup, em outubro de 2020, o valuation por quota passou a ser de R\$20,00 com base nas especulações junto a fundos de venture capital, fazendo com que o outorgado exercesse a sua opção (momento 3). Ali, ele adquiriu 1.000 quotas por R\$2.500,00, quando, para o mercado, essa participação valia R\$20.000,00.

O benefício, todavia, não para por aí: os fundadores da startup, agora, negociam a venda de 100% da operação para o seu maior cliente. Na eventualidade do fechamento desse evento de liquidez, que é negociado a um valuation significativo, o beneficiário ou outorgado ainda receberá por sua participação societária valores muito superiores aos que pagou para se tornar sócio do negócio.

### **2.3 RISCOS: JURISPRUDÊNCIA E INSEGURANÇA JURÍDICA**

A opção não constitui parte do salário do beneficiário ou outorgado, pois não é contraprestação por trabalho entregue. Esse é o racional que deve nortear toda a estruturação e implantação de um plano ou contrato de opções.

Opções consolidam relações mercantis entre dois particulares. Por meio dela, o beneficiário ou outorgado adquire, porque assim quis, quotas ou ações de uma sociedade ou companhia, assumindo, a partir do momento em que ingressa no quadro societário, todos os

riscos desse tipo de vínculo jurídico – inclusive mercadológicos. Para chegarmos à tal conclusão, basta a seguinte reflexão: se o beneficiário ou outorgado pagar pela participação, tornar-se sócio ou acionista e, depois, a sociedade ou companhia quebrar, qual seria o efeito prático disso? O sócio ou acionista “perderia” o que pagou pelas quotas ou ações.

A jurisprudência trabalhista já entende há certo tempo que, caso a opção: (i) tenha sido outorgada de forma onerosa, ou seja, provocando um real desembolso por parte do beneficiário ou outorgado para realmente adquirir a participação societária sob o seu real valor (permitido, como já dito, o desconto no valuation de referência); (ii) não seja contraprestação direta por trabalho ou serviço executado; e (iii) sujeite o beneficiário ou outorgado aos riscos da operação (ou seja, a também perder o dinheiro “investido”, em caso de insucesso do negócio), não há que se falar em caráter salarial da outorga [11]. O Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF) do Ministério da Economia também tem apresentado entendimentos nessa mesma linha [12].

Ter um contrato de opção reconhecido como parte do salário do beneficiário ou outorgado traz prejuízos relevantes para a sociedade ou companhia, vez que o valor das quotas ou ações objeto da opção passa a ser considerado como parte da base de cálculo para todas as verbas trabalhistas e previdenciárias aplicáveis.

Outro aspecto que desperta atenção é a necessidade de que os requisitos para eleição de colaboradores à condição de beneficiários ou outorgados sejam os mais objetivos possíveis. Deve-se entender as opções como parte do planejamento estratégico de médio-longo prazo da sociedade ou companhia. A outorga desregrada de opções a qualquer colaborador banaliza o mecanismo, fazendo com que esse perca o sentido. Adicionalmente, um quadro societário ou “captável” povoado por vários sócios ou acionistas minoritários (em se tratando de sociedades empresárias limitadas ou companhias fechadas, naturalmente) que, estrategicamente, não contribuam ativamente com a operação, pode ocasionar problemas como: indesejado

pagamento de lucros ou dividendos e envolvimento em formalidades relativas a atos societários, desconfiança quanto ao compartilhamento de informações sensíveis sobre a operação etc.

## **CONCLUSÃO**

As opções objetivam, resumidamente, maior alinhamento de interesses entre colaboradores estratégicos e a sociedade ou companhia que as outorgam, afastando conflito de agência. Isso porque, em última análise, o ganho do beneficiário ou outorgado com esse mecanismo só ocorre se a sociedade ou companhia cresce e performa, tornando seu empenho pessoal indispensável.

Uma assessoria especializada na estruturação e implantação de planos e/ou contratos de opções é fundamental para evitar riscos graves às sociedades ou companhias (especialmente as fechadas) que escolhem adotar a solução, seja pela destruição de valor gerada pela “poluição” de captable com sócios ou acionistas que pouco agregam, ocasionada pela distribuição indiscriminada de opções, seja pela falta de elementos que garantam sua natureza mercantil, de modo a conferir a elas um enquadramento inadequado, como salário, e a onerar a sociedade ou companhia com encargos trabalhistas e previdenciários que sequer deveriam ser aplicáveis.

## REFERÊNCIAS

[1] Apenas para citar algumas: Ambev, BRF, Cyrela, Embraer, Fibria, Gerdau, GOL, Itau, JBS, Klabin, Localiza, Lojas Americanas, MRV, Natura, Suzano e Usiminas.

[2] HALL, Brian; LIEBMAN, Jeffrey B., Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? (March 1997). p. 4. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2086>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2086>> Acesso em 26 de setembro de 2021.

[3] Direito das companhias / coordenação Alfredo Lamy Filho. José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro : Forense, 2017. p. 1.007.

[4] “Art. 168. O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária [...] § 3º O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembléia-geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle.” BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 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 20 de setembro de 2021.

[5] Muitas das vezes, antes do estabelecimento do período de vesting, por meio do qual adquire-se o direito de exercer a opção em lotes, geralmente de forma proporcional ao tempo de permanência na empresa, há um período de “teste”, chamado período de cliff. Diferentemente do período de vesting, no cliff não há aquisição de direito algum. Assim, costuma-se estruturar as opções da seguinte forma: outorga-se, primeiro, algum tempo de cliff (geralmente um ano) e, se cumprido tal prazo, o outorgado começará a cumprir o seu

período de vesting, quando começará a adquirir o direito de exercer as ações. Portanto, o mercado vê o cliff como um mecanismo de análise quanto à real intenção do outorgado em alinhar-se com a operação.

[6] “Art. 171. Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital. [...] § 3º Os acionistas terão direito de preferência para subscrição das emissões de debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e partes beneficiárias conversíveis em ações emitidas para alienação onerosa; mas na conversão desses títulos em ações, ou na outorga e no exercício de opção de compra de ações, não haverá direito de preferência.” BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 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 20 de setembro de 2021.

[7] Regime jurídico criado de modo que o capital pode ser aumentado sem reforma estatutária, dentro dos limites fixados no estatuto social. Tais limites podem ser fixados em ações ou em valores. *“O fim do regime de capital autorizado é permitir a agilização da colocação de ações no mercado. É requisito desse regime, tanto na companhia aberta quando na fechada, que a sociedade tenha um Conselho de Administração (artigo 138, §2º), mesmo na hipótese de o estatuto estabelecer que a Assembleia Geral é o órgão competente para deliberar aumento dentro do limite autorizado.”* direito das companhias / coordenação Alfredo Lamy Filho. José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro : Forense, 2017. p. 1.004.

[8] *“Embora a lei não estabeleça que condições devam constar desse plano, algumas matérias são essenciais, a saber: (a) número de ações e respectiva espécie ou classe que os beneficiários das opções terão direito de adquirir – com o que se define o valor máximo da emissão (ou da venda de ações em tesouraria, caso haja), determinando assim de quanto poderá vir a ser a diluição dos antigos acionistas, caso exercidas todas as opções; (b)*

*definição dos administradores, empregados e pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou sociedades controladas que farão jus à outorga da opção, estabelecendo parâmetros gerais para os que podem se habilitar à outorga, tais como cargo, função, tempo de serviço, remuneração etc.; (c) preço de exercício da opção, sendo usual que a base seja o valor correspondente ao preço de mercado das ações em vigor na época da concessão da opção, acrescido (ou não) de percentual correspondente ao crescimento vegetativo – isto é, não decorrente dos serviços ou da atuação dos beneficiários da opção de compra – da companhia durante o prazo de validade da opção (d) prazo de exercício da opção, com estabelecimento de período de carência (que é usual) e a possibilidade de exercício parcial das opções outorgadas a cada beneficiário; (e) possibilidade de cessão dos direitos decorrentes da opção, sendo comum estipular-se que são pessoais e intransferíveis, ressalvada transferência para cônjuge ou herdeiros, em caso de falecimento do beneficiário.” direito das companhias / coordenação Alfredo Lamy Filho. José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro : Forense, 2017. p. 1.008 – 1.009.*

[9] Entende-se por “agência” a relação entre partes por meio da qual uma atua em nome da outra, tomando decisões que a afetam em sua esfera patrimonial. Assim, surgem “conflitos de agência” quando há divergência de interesses entre o agente e o representado, de modo que decisões a serem eventualmente tomadas por aquele podem não ser pautadas única e exclusivamente nos melhores interesses desse. JENSEN, Michael C; MECKLING, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (July 1, 1976). JENSEN, Michael C; *A THEORY OF THE FIRM: GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS AND ORGANIZATIONAL FORMS*, Harvard University Press, December 2000, *Journal of Financial Economics* (JFE), Vol. 3, No. 4, 1976, p. 5 Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=94043> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94043>> Acesso em 28 de setembro de 2021.

[10] O Brasil é um dos países que paga as maiores taxas de encargos trabalhistas no mundo. Pagamos, em média, 57% do valor

bruto do salário em tributos, enquanto a média global é de cerca de 22. Os encargos sociais e trabalhistas, ainda que não caiam diretamente no bolso do empregado, com certeza saem do bolso da empresa, sendo, portanto, custo. Exemplos de encargos sociais: INSS, FGTS e PIS/PASEP. Exemplos de encargos trabalhistas: 13º salário, férias, adicionais de remuneração, indenização por tempo de serviços e verbas rescisórias. Estadão. Economia & Negócios. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,brasil-lidera-ranking-de-encargos-trabalhistas,144916e#:~:text=Aqui%2C%20paga%2Dse%20em%20m%C3%A9dia,global%20%C3%A9%20de%2022%2C52%25&text=O%20Brasil%20%C3%A9%20o%20Pa%C3%ADs,de%20auditoria%20e%20contabilidade%20UHY.>> Acesso em 17 mai. 2021.

[11] “Stock Option Plan. Natureza Comercial. O exercício da opção de compra de ações pelo empregado envolve riscos, pois ele tanto poderá ganhar como perder na operação. Trata-se, portanto, de operação financeira no mercado de ações e não de salário. Não há pagamento pelo empregador ao empregado em decorrência da prestação de serviços, mas risco do negócio. Logo, não pode ser considerada salarial a prestação”. (Relator Sérgio Pinto Martins, Acórdão n.º 20030145141, Tipo RO n.º 20010255561, Ano 2001, DOE SP, PJ, TRT 2ª Região, Data: 08/04/2003).

“OPÇÃO DE COMPRA DE AÇÕES PELO EMPREGADO. STOCK OPTIONS PLANS. NATUREZA JURÍDICA MERCANTIL. Os stock options plans - planos de opção de compra de ações pelo empregado - afastam-se da conceituação de salário, já que consubstanciam potencial benefício de conteúdo aleatório e não previamente determinável, inclusive porque o empregado, ao exercer tal opção, ainda que esta lhe seja dada em razão do contrato de trabalho, submete-se ao risco próprio do acionista, podendo, inclusive, submeter-se ao efeito negativo de flutuação própria das cotações em bolsa. A potencial vantagem correspondente aos stock options possui nítida natureza mercantil, pois o empregado, no caso, adquire ações da companhia em que

trabalha, ainda que em valores inferiores aos daqueles negociados em Bolsa de Valores, mas desvinculados do salário, assumindo os riscos da sua valorização ou da sua desvalorização segundo a performance da companhia e das respectivas ações, ínsitos ao próprio mercado de capitais. Tratam-se, pois, de operações no mercado de ações, não possuindo, os stock options plans, natureza salarial. [...]” TRT da 2ª Região; Processo: 1001023-76.2017.5.02.0069; Data: 04-11-2020; Órgão Julgador: 2ª Turma - Cadeira 4 - 2ª Turma; Relator(a): RODRIGO GARCIA SCHWARZ).

“[...] STOCK OPTIONS PLANS. NATUREZA JURÍDICA NÃO SALARIAL DOS PLANOS DE OPÇÃO DE COMPRA DE AÇÕES PELO EMPREGADO. NATUREZA JURÍDICA SALARIAL DAS AÇÕES CEDIDAS DE FORMA NÃO ONEROSA PELO EMPREGADOR EM RAZÃO DO CONTRATO DE TRABALHO. Não têm natureza salarial (remuneratória) os stock options plans - planos de opção de compra de ações pelo empregado -, já que estes consubstanciam potencial benefício de conteúdo aleatório e não previamente determinável, desvinculado do salário, inclusive porque o empregado, ao exercer tal opção, ainda que esta lhe seja dada em razão do contrato de trabalho, submete-se ao risco próprio do acionista, podendo, inclusive, submeter-se ao efeito negativo de flutuação própria das cotações em bolsa: a potencial vantagem correspondente aos stock options plans possui nítida natureza mercantil, pois o empregado, no caso, adquire ações da companhia em que trabalha, ainda que com deságio, mediante o pagamento de valores inferiores aos daqueles negociados em bolsa de valores, mas desvinculados do salário, assumindo os riscos da sua valorização ou desvalorização segundo a performance da companhia e das respectivas ações no mercado de capitais. No entanto, têm natureza jurídica amplamente diversa, salarial (remuneratória), similar aos prêmios (bônus) por performance, de caráter retributivo, as ações, pelo seu valor nominal no momento da cessão, que são cedidas, de forma não onerosa, ao trabalhador pelo empregador em razão do contrato de trabalho. Isso porque, nesse caso, trata-se

de indubitável proveito econômico obtido em razão do contrato de trabalho, não havendo a compra de ações pelo empregado, mas a cessão não onerosa pela empresa de ações que têm valor econômico, de forma que, independentemente da sua valorização ou desvalorização segundo a performance da companhia e das respectivas ações no mercado de capitais, o trabalhador não corre qualquer risco - mesmo a desvalorização das ações no mercado de capitais não gerará prejuízo efetivo ao trabalhador, mas, apenas, eventualmente, em tese, diminuição da sua expectativa de lucro, já que não exerceu um direito de compra das referidas ações, mas lhe foram estas atribuídas de forma não onerosa, sem qualquer contrapartida econômica de sua parte, salvo no tocante à prestação, in natura, do trabalho despendido. Assim, em síntese, se os stock options plans - planos de opção de compra de ações pelo empregado - não têm natureza salarial, têm tal natureza, salarial (remuneratória), pelo seu valor nominal no momento da cessão - que traduz a expressão econômica da benesse -, as ações que são dadas, à semelhança dos prêmios (bônus), de forma não onerosa, mas em razão do contrato de trabalho, pelo empregador ao empregado, observados os termos dos artigos 457, § 1º, e 458 da CLT. [...]”. (TRT da 2ª Região; Processo: 1002053-67.2017.5.02.0063; Data: 27-09-2021; Órgão Julgador: 2ª Turma - Cadeira 1 - 2ª Turma; Relator(a): RODRIGO GARCIA SCHWARZ).

[12] “ASSUNTO: CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS PREVIDENCIÁRIAS. Período de apuração: 01/01/2009 a 31/12/2010. CONTRIBUIÇÕES PREVIDENCIÁRIAS. STOCK OPTIONS. INCIDÊNCIA. FATO GERADOR. ASPECTO TEMPORAL E MATERIAL. Incidem contribuições previdenciárias sobre benefícios concedidos a colaboradores, no âmbito de Programas de stock options, quando verificada que a operação tem nítido viés remuneratório, não apresentando natureza mercantil, não evidenciando qualquer risco para o beneficiário e estando claramente relacionada à contraprestação por serviços. O fato gerador da obrigação tem lugar no momento do exercício das opções de compra e a base de cálculo se verifica pela diferença entre o valor das

ações recebidas na data de exercício e o valor pago pelo beneficiário. [...]”. (Processo: 15504.721787/2014-57; Acórdão: 2301-009.329 Data da Sessão: 10/08/2021; Relatora: Sheila Aires Cartaxo Gomes).

“ASSUNTO: CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS PREVIDENCIÁRIAS. Período de apuração: 01/02/2013 a 31/12/2013. CONTRIBUIÇÕES PREVIDENCIÁRIAS. STOCK OPTIONS. INCIDÊNCIA. FATO GERADOR. BASE DE CÁLCULO. Incidem contribuições previdenciárias sobre benefícios concedidos a colaboradores, no âmbito de Programas de stock options, quando verificada que a operação tem nítido viés remuneratório, não apresentando natureza mercantil, não evidenciando qualquer risco para o beneficiário e estando claramente relacionada à contraprestação por serviços. O fato gerador da obrigação tem lugar no momento do exercício das opções de compra e a base de cálculo se verifica pela diferença entre o valor eventualmente pago pelos ativos e os valores praticados pelo mercado. [...]”. (Processo: 13864.720104/2017-72; Acórdão: 2201-005.918 Data da Sessão: 15/01/2020; Relator: DANIEL MELO MENDES BEZERRA).

“ASSUNTO: CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS PREVIDENCIÁRIAS. Ano-calendário: 2013. CONTRIBUIÇÕES PREVIDENCIÁRIAS. STOCK OPTIONS. INCIDÊNCIA. FATO GERADOR. BASE DE CÁLCULO. Incidem contribuições previdenciárias sobre benefícios concedidos a colaboradores, no âmbito de Programas de stock options, quando verificada que a operação tem nítido viés remuneratório, não apresentando natureza mercantil, não evidenciando qualquer risco para o beneficiário e estando claramente relacionada à contraprestação por serviços. O fato gerador da obrigação tem lugar no momento do exercício das opções de compra e a base de cálculo se verifica pela diferença entre o valor eventualmente pago pelos ativos e os valores praticados pelo mercado. [...]”. (Processo: 10314.723165/2017-20; Acórdão: 2201-005.151 Data da Sessão: 04/06/2019; Relator: DANIEL MELO MENDES BEZERRA).



Ana Flávia Marques Guimarães

**O AUMENTO DE CAPITAL EM  
SOCIEDADES ANÔNIMAS  
- ALGUNS COMENTÁRIOS  
BASEADOS NA LEI Nº 6.404/76**



Gustavo Rugani do Couto e Silva

**O AUMENTO DE CAPITAL EM  
SOCIEDADES ANÔNIMAS  
- ALGUNS COMENTÁRIOS  
BASEADOS NA LEI Nº 6.404/76**

*Ana Flávia Marques Guimarães<sup>1</sup>*  
*Gustavo Rugani do Couto e Silva<sup>2</sup>*

## **RESUMO**

O presente artigo tem como objetivo a breve discussão de temas relevantes envolvendo as hipóteses de aumento de capital nas sociedades anônimas, à luz da atual lei societária, Lei nº 6.404 de 1976 – Lei das Sociedades por Ações, conforme alterada (“Lei nº 6.404/76”).

Palavras-Chave: Lei das Sociedades Por Ações. Lei nº 6.404/76. Aumento Capital Social. Assembleia Geral de Acionistas.

## **INTRODUÇÃO**

O aumento de capital social é instrumento relevante à consecução das atividades empresariais das sociedades anônimas. Isso porque viabiliza à companhia captar, junto aos acionistas e público investidor, recursos para financiar e desenvolver o objeto social, viabilizando investimentos ou permitindo a adequação de sua estrutura de capital. Dessa forma, ante a relevância de tal medida, a legislação de regência impõe uma série de requisitos à sua concretização, tendo em vista

---

1 Graduada em Direito pela Universidade Fumec – BH (2019), com Pós Graduação em Gestão, com ênfase em negócios e finanças pela Fundação Dom Cabral, atua há 3 anos na área jurídica de governança e societário do Banco Inter S.A., auxiliando em todos os projetos societários estratégicos e na governança do Banco e das suas subsidiárias. Anteriormente, trabalhou na área de Compliance do Banco Inter.

2 Sócio da área empresarial do Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados, responsável pela unidade de Belo Horizonte. Seu trabalho se concentra na estruturação, revisão dos termos e implementação de operações de fusões e aquisições. Também estrutura, planeja e executa operações de mercado de capitais, seja na forma de IPOs ou follow-ons, primários ou secundários, para operações de equity, debêntures, CRIs, notas promissórias e outros valores mobiliários para operações de dívida. Tem experiência nos segmentos de construção civil, locação de veículos, máquinas e equipamentos, energia elétrica, alimentos, educação, mineração, siderurgia, saneamento, logística e finanças. Formado pela Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, com LL.M pela University of California, Berkeley. Conselheiro de Administração certificado pela Fundação Dom Cabral.

o interesse da companhia, dos acionistas e a segurança jurídica dos envolvidos. Com efeito, bem compreender os permissivos legais e suas nuances é essencial ao desenvolvimento da sociedade, fazendo com que o aumento de capital seja empregado a contento, dentro uma perspectiva que viabilize a geração de riquezas e a contribuição para o desenvolvimento nacional e atendimento à função social.

Na legislação brasileira, o tema sofreu diversas modificações, em busca da devida modernização à praxis societária, em que os aumentos de capital se sucedem rotineiramente. Destarte, a Lei nº 6.404/76 se destacou nesse sentido, ao promover verdadeira oxigenação na temática em exame. O presente artigo, portanto, objetiva analisar os aspectos mais relevantes do aumento do capital nas sociedades anônimas (incluindo aquelas de capital aberto), mantendo um olhar em direção às inovações promovidas pela legislação hoje em vigor, sem descuidar dos regramentos passado, construtores de bases sólidas ao desenvolvimento da matéria.

## **CAPITAL SOCIAL**

O capital social é formado com as contribuições dos sócios, na constituição de uma sociedade e ao longo da existência desta, sendo integrado, também, pelas reservas geradas internamente pela empresa. É representado por uma cifra constante do estatuto (Lei nº 6.404/76, art. 5º) ou consignada, mediante averbação, no registro do comércio (Lei nº 6.404/76, art. 166 §1º), montante este somente alterável nas hipóteses minuciosamente disciplinadas em lei. Nas palavras de Modesto Carvalhosa, o capital social pode ser conceituado como “o valor das entradas de capital que os acionistas declaram vinculados aos negócios que constituem o objeto social”<sup>3</sup>. Em suma, de maneira mais simples, o capital social é o valor investido que será colocado à disposição da companhia por cada um dos sócios,

---

<sup>3</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei das sociedades anônimas. São Paulo. Saraiva, 1997. v1. p 107.

em adição aos recursos captados junto a terceiros (financiadores bancários e comerciais), sendo que tal investimento pode ser realizado em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro (Lei nº 6.404/76, art. 7º). Com efeito, a expressão “bens” compreende todas as coisas corpóreas ou incorpóreas, móveis ou imóveis, desde que, consoante exposto na disposição legal, possam ser avaliadas em dinheiro<sup>4</sup>.

Via de consequência, o capital social consubstancia-se em elemento fundamental para a consecução do objeto social da companhia e, às vezes, faz-se necessário o seu aumento. O aumento do capital social pode ter várias razões, v.g., captação de recursos financeiros para companhia expandir seus negócios, estabelecimento de joint ventures, necessidade de capital de giro, pagamento de dívidas, dentre outros. Nada obstante, impende consignar que o aumento de capital social é, em regra, facultativo. Apenas quando o saldo das reservas de lucros ultrapassar o capital social é que a companhia é obrigada a convocar uma assembleia para deliberar sobre a aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social, ou, ainda, na distribuição de dividendos.

O aumento de capital social em sociedades anônimas foi disciplinado nas principais normas societárias que disciplinavam sobre este tipo de sociedade. Desde o Decreto nº 434, de 4 de julho de 1891, havia a previsão do aumento do capital social, que se dava em apenas três hipóteses, devendo, em todas, haver na proposta a justificativa do referido aumento. Anos depois, foi publicado o Decreto-lei nº 2.627/40, que tratava de todas as modalidades de aumento de capital em apenas seis artigos, sendo o principal o seu art. 108, que dispunha o seguinte: “Depois de integralmente realizado o capital social, é lícito à assembleia geral aumentá-lo. Parágrafo único: Toda proposta de aumento deve ser acompanhada de exposição justificativa e, somente após parecer do Conselho Fiscal pode ser submetida à apreciação da assembleia geral.” Dessa forma, o referido decreto, além de não ter

---

4 EIZERIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. São Paulo. Quartier Latin, 2021.v1. p128.

um capítulo específico sobre modificação do capital social, vinculava o aumento de capital necessariamente à deliberação da assembleia geral.

Posteriormente, foi promulgada a Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965, que disciplinou, em seção específica, as sociedades anônimas de capital autorizado, aquelas que poderiam ter seu capital aumentado por deliberação da assembleia geral ou do conselho de administração, independentemente de reforma estatutária, observado o limite do capital autorizado estabelecido no estatuto social.

A promulgação da Lei nº 6.404/76, reuniu em um único capítulo (XIV), as principais disposições pertinentes à modificação do capital social das companhias, subdividido-o em duas Seções: a primeira consagrada aos aumentos (Seção I, arts. 166 a 172) e a segunda, à redução do capital social (Seção II, arts. 173 e 174). No entanto, existem, dispersas ao longo do texto, outras normas que se relacionam com as modificações do capital social, que serão mencionadas neste artigo, como, por exemplo, as pertinentes à participação dos órgãos sociais das companhias nestas operações e as modalidades de aumento de capital mediante incorporação e incorporação de ações.

Além de ampliar e detalhar o capítulo que trata da modificação do capital social, a Lei nº 6.404/76, facilitou a capitalização das companhias, simplificando o procedimento legal para aumento do capital social, como exemplo, por meio da manutenção do regime de capital autorizado.

## **MODALIDADES DE AUMENTO DE CAPITAL**

Conforme disposto na Lei nº 6.404/76, especificamente no art. 166, é possível aumentar o capital social de uma sociedade anônima, mediante: (i) deliberação da assembleia geral ou do conselho de administração, conforme disposto no estatuto social, nos casos de emissão de ações dentro do limite do capital autorizado, via subscrição de novas ações, seja ela uma subscrição pública ou uma subscrição

particular; (ii) conversão de debêntures em ações, exercício dos direitos conferidos por bônus de subscrição ou exercício de opção de compra de ações; e (iii) mediante capitalização de lucros e reservas (art. 169), com ou sem emissão de novas ações. Não obstante, o aumento do capital pode ocorrer ainda nos procedimentos de reorganização societária de companhias, como, por exemplo, nas operações de incorporação ou incorporação de ações de outra companhia, conforme definido em outros artigos da lei societária. As diversas modalidades de aumento de capital supracitadas serão abordadas nos itens abaixo.

## **1. AUMENTO DE CAPITAL MEDIANTE EMISSÃO DE AÇÕES DENTRO DO LIMITE DO CAPITAL AUTORIZADO**

O regime de capital autorizado caracteriza-se pela permissão, estabelecida no estatuto social, do aumento do capital social, por deliberação da assembleia geral ou do conselho de administração, independentemente de reforma estatutária, observado o limite do capital autorizado estabelecido no estatuto social. Este regime surgiu com o advento da Lei nº 4.728 e se manteve, com algumas poucas diferenças, quando da vigência da Lei nº 6.404/76 sendo disciplinado no art. 168. Idêntico, nesse alinhavar de ideias, o fundamento permissivo da autorização, qual seja, a possibilidade de ser decidido o aumento de capital pela administração, sem necessidade de assembleia geral ou alteração estatutária<sup>5</sup>. Assim, objetiva-se, com a adoção do referido regime, a agilização dos trâmites operacionais da companhia, mediante a dispensa de formalidades que dificultam a obtenção mais rápida de novos recursos próprios, uma vez que o estatuto pode autorizar o conselho de administração a decidir sobre a emissão das ações, observados os limites dispostos no parágrafo primeiro do artigo supracitado. Por conseguinte, o regime de capital autorizado acaba sendo mais relevante em companhias com grande

---

<sup>5</sup> EIZERIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III. 3ª Edição Revista e Ampliada – Artigos 138 a 205. São Paulo. Quartier Latin, 2021. Vol III. p. 295

número de acionistas, principalmente as companhias de capital aberto, viabilizando ofertas públicas de ações ou aumentos de capital privado com maior agilidade se comparado ao trâmite assemblear.

O regime de capital autorizado significa apenas o limite, estabelecido no estatuto, para aumentar, sem reforma estatutária, o capital social. Assim, constarão do estatuto social a cifra do capital fixo e a autorização para o seu aumento até determinado valor ou número de ações. Não há qualquer prazo para que se realizem os aumentos de capital, porém, uma vez alcançado o limite de capital autorizado, será necessária alteração do estatuto para que se estabeleça novo limite.

A adoção do regime do capital autorizado depende da inserção no estatuto de cláusula que o regule, com observância das especificações exigidas na lei (art. 168). A manutenção ou não do regime, o conteúdo e os limites da autorização e todas as demais matérias que o estatuto especificar, podem ser alteradas ou suprimidas, por nova decisão de assembleia geral, convocada na forma do art. 135, para cuja instalação será necessária, em primeira convocação, a presença de acionistas que representem 2/3 (dois terços), no mínimo, do capital com direito a voto, e quórum de deliberação de maioria dos acionistas presentes.

A este respeito, para Mauro Rodrigues Penteado, o capital autorizado é indubitavelmente um regime jurídico que em muito contribui para agilização do processo de aumento de capital, mormente quando o estatuto autoriza o conselho de administração a deliberar sobre a emissão de ações, conferindo maior flexibilidade na captação de recursos junto ao público investidor, embora não seja privativo das companhias abertas. Para tanto, esse regime vem acompanhado de mecanismos que dotam a administração de maiores opções para tornar viável o aumento de capital, tais como a possibilidade de exclusão do direito de preferência (art. 172) e a faculdade de emissão de bônus de subscrição.<sup>6</sup>

---

6 PENTEADO, Mauro Rodrigues. Aumento de Capital das Sociedades Anônimas. 2ª Edição - atualizada e anotada por Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto. São Paulo. Quartier Latin, 2012, p. 151.

Nos termos do artigo 172 da Lei n.º 6.404/76, o estatuto da companhia que contiver autorização para aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência, para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de 30 (trinta) dias de que trata o §4º do artigo 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: (i) venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou (ii) permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos artigos 257 e 263. Nas companhias abertas, a exclusão do direito de preferência requer norma estatutária expressa que preveja: omissis o estatuto, aplica-se, em toda plenitude, o direito de preferência regulado no artigo 171. Finalmente, nada impede que a companhia com capital autorizado, delibere, posteriormente à adoção do regime, modificar o estatuto para excluir o direito de preferência nas hipóteses admitidas no artigo 172.

Para companhias abertas cujas ações já sejam admitidas à negociação em bolsa de valores no Brasil, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), cabe ainda a possibilidade de condução de oferta pública de ações com esforços restritos de colocação, isto é, voltada para um público investidor qualificado e restrito, ao que a CVM tratou de proteger os atuais acionistas contra uma diluição indesejada por meio de direito de prioridade, de prazo reduzido (mínimo de cinco dias úteis), porém eficaz.

## **2. AUMENTO DE CAPITAL MEDIANTE CONVERSÃO DE DEBÊNTURES EM AÇÕES; MEDIANTE EXERCÍCIO DOS DIREITOS CONFERIDOS POR BÔNUS DE SUBSCRIÇÃO OU EXERCÍCIO DE OPÇÃO DE COMPRA DE AÇÕES.**

O aumento de capital pode se dar também, mediante a conversão de debêntures em ações e mediante o exercício dos direitos conferidos por bônus de subscrição ou mediante exercício de opção de compra de ações. Essas três modalidades, apesar de diferentes, são semelhantes

na medida em que são iniciadas por eventos de terceiros e aprovadas pela companhia na emissão das ações.

Em relação à primeira hipótese supracitada, as debêntures podem ser conversíveis em ações nas hipóteses elencadas no art. 57, da Lei nº 6.404/76. Nas palavras de Modesto Carvalhosa, “há na essência das debêntures conversíveis um direito alternativo outorgado a seu titular de receber seu valor em dinheiro ou em ações de valor equivalente a seu crédito. Trata-se de direito potestativo, não cabendo à companhia qualquer prerrogativa para impedi-lo.”<sup>7</sup> Dessa forma, o debenturista pode conservar seu título até o vencimento (conforme disposto na escritura da emissão) ou tornar-se acionista, mediante a conversão das debêntures, desde que observados os requisitos que permitam a referida conversão, cujos termos e condições restaram descritos no instrumento de origem de tais títulos. A ele é garantido, portanto, dois direitos distintos, o de crédito e o de subscrição de ações da companhia. Ainda segundo Carvalhosa, “as debêntures conversíveis revestem a dupla natureza de títulos de crédito e de legitimação. São títulos de crédito porque possuem exigibilidade de recebimento de principal, juros e vantagens adicionais no seu vencimento. E de legitimação porque outorgam aos seus titulares o direito de se tornarem acionistas, dentro das regras de conversão estatutariamente previstas”<sup>8</sup>. No momento em que este debenturista exerce o seu direito de subscrição de ações da companhia, ocorre, em contrapartida ao crédito anteriormente detido, o aumento de capital daquela. Geralmente, nestes casos, o capital social é alterado independentemente de qualquer deliberação prévia dos órgãos sociais da Companhia, competindo aos administradores providenciar a averbação do aumento, o cancelamento das debêntures respectivas e a inscrição nos livros de registro de ações. Ato contínuo, resta à

---

7 CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas cit, 7. ed., 2013, vol.1, p 797..

8 CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. Sociedades Anônimas. 2.ed. São Paulo. Thomson Reuters Brasil, 2018. p 421

companhia apenas comunicar ao Registro Mercantil o fato, para a publicação do novo capital social.

Em sentido parecido ao aumento de capital mediante conversão de debêntures em ações, temos, ainda, disposto na Lei nº 6.404/76 o aumento de capital mediante exercício dos direitos conferidos por bônus de subscrição ou opção de compra de ações

Nos termos do §3º, do art. 168, é aplicável apenas àquelas companhias de capital autorizado, sendo negócio jurídico originado do direito norte-americano - stock options -, pelo qual a companhia outorga direito de adquirir ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedades sob seu controle. Nesse sentido, a companhia se obriga a prestar ações de sua emissão mediante (i) entrega de existentes e eventualmente mantidas em tesouraria, sem aumento do número de ações em que se divide o capital social, quando o negócio é de compra e venda de ações; (ii) aumento do capital social com emissão das ações objeto do exercício da opção, caso em que há negócio de alteração do contrato da companhia. A outorga de opção de compra de ações requer, além da previsão estatutária, a existência de plano aprovado pela Assembleia Geral no qual sejam especificadas as suas condições, podendo esta outorgar ao Conselho de Administração o estabelecimento de programas com regras específicas relacionadas à concessão e exercício de tais opções.

A opção de compra não é promessa de contratar compra e venda, mas manifestação do vendedor cuja formação fica na dependência apenas da manifestação de vontade do comprador. Confere, destarte, direito análogo ao dos bônus de subscrição, que também asseguram o direito de subscrever, no futuro, ações da companhia.<sup>9</sup>

O exercício dos direitos conferidos por bônus de subscrição constitui modalidade de aumento de capital prevista no art. 166, que difere dos aumentos normais sob o regime de capital autorizado. Também, neste caso, não prevê a Lei nº 6.404/76, deliberação da

---

<sup>9</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias. São Paulo. Editora Forense, 2017. 2ª edição. p. 1007.

assembleia geral extraordinária para aprovar a operação, na medida em que esse título é de emissão privativa das companhias que adotam o regime de capital autorizado. Com efeito, a assembleia geral extraordinária, ao inserir no estatuto cláusulas pertinentes ao regime do capital autorizado, poderá cometer ao conselho de administração competência para deliberar sobre a emissão de bônus de subscrição.

Importante mencionar novamente que, dispõe o art. 172 da Lei nº 6.404/76 que o estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento de capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o §4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: (i) venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou (iii) permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263.

Por fim, destaca-se que nestes casos de aumento de capital, não é necessário o parecer do Conselho Fiscal antes da efetiva deliberação do aumento, nos termos do §4º do art. 166.

### **3. AUMENTO DE CAPITAL MEDIANTE CAPITALIZAÇÃO DE LUCROS E RESERVAS**

O aumento de capital mediante capitalização de lucros e reservas disposto no art. 169 da Lei nº 6.404/76, constitui remanejamento de contas de balanço já aprovado, de cunho eminentemente contábil, cuja utilidade reside no equilíbrio entre o capital e o patrimônio social.<sup>10</sup> Não há capitalização da companhia, em seu sentido econômico, dado que inexistente o ingresso de novos recursos. Também não existe modificação no ativo patrimonial da companhia, mas apenas a submissão ao regime legal do capital social de quantidade de capital

---

10 PENTEADO, Mauro Rodrigues. Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas, 2. ed. - atualizada e anotada por Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto. São Paulo: Quartier Latan, 2012, p 142.

financeiro existente no ativo correspondente aos lucros ou reservas capitalizados.

A utilidade do procedimento de capitalização de lucros e reservas reside no restabelecimento do equilíbrio entre capital e patrimônio líquido, servindo, também, para reajustar o valor nominal das ações, se ainda o tiverem, ou a sua quantidade<sup>11</sup>. Conforme disposto no art. 169, o aumento mediante capitalização de lucros ou de reservas importará alteração do valor nominal das ações ou distribuição das ações novas, correspondentes ao aumento, entre acionistas, na proporção de ações que possuírem.

A capitalização de reservas, de acordo com o §1º, pode ser realizada de duas formas: alteração do valor nominal das ações; ou distribuição gratuita de novas ações, sob a forma de bonificações, na proporção do número de ações que cada acionista possuir. Na companhia que tiver emitido ações sem valor nominal, a capitalização de lucros e reservas poderá acarretar a emissão de novas ações ou ser efetivada sem modificação do número de ações. O §1º constitui norma dispositiva, deixando à discricção da companhia decidir qual procedimento adotar.<sup>12</sup>

Decorre do §2º que às ações distribuídas em razão do aumento de capital se estenderão, salvo cláusula em contrário dos instrumentos que os tenham constituído, o usufruto, fideicomisso, a inalienabilidade e a incomunicabilidade que porventura gravarem as ações de que elas foram derivadas. Nesse sentido, vale esclarecer que as ações recebidas constituem extensão do bem e não fruto, ou seja, as novas ações são atribuídas ao proprietário com os gravames que elas já apresentavam.

O §3º disciplina o que usualmente se denomina “sobras”, ou seja, as frações de ações, caso elas não possam ser atribuídas por inteiro a cada acionista, estabelecendo dois procedimentos consecutivos: abertura de um prazo mínimo de trinta dias, durante

---

11 CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. 5ª ed, São Paulo: Saraiva, 2011, p.602.

12 EIZERIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III. 3ª Edição Revista e Ampliada – Artigos 138 a 205. São Paulo. Quartier Latin, 2021. Vol III. p 309.

os quais os acionistas poderão comprar ou vender entre si as frações, para completar a unidade de ação ou a formação de um condomínio de ações. Findo o prazo e não transferidas as frações, a companhia mandará vender as ações em bolsa e dividirá o produto da venda pelos titulares das frações.

Por fim, vale ressaltar que para que se concretize o aumento de capital mediante a capitalização de lucros ou reservas, basta a deliberação da assembleia geral, ou do conselho de administração, se a sociedade seguir o regime de capital autorizado e houver previsão no estatuto, para que a operação se concretize, independentemente da manifestação individual dos acionistas.

#### **4. AUMENTO DE CAPITAL MEDIANTE A SUBSCRIÇÃO DE NOVAS AÇÕES (PÚBLICA OU PARTICULAR)**

O art. 170 disciplina os aumentos de capital mediante o aporte, pelos acionistas ou por terceiros, de novos recursos ao patrimônio social. Como bem leciona os advogados Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, “segundo se infere do dispositivo, comparado com os preceitos vigorantes no regime anterior, a preocupação da lei, nesse particular, foi a de tornar mais eficiente o mecanismo de capitalização das empresas através da subscrição de ações novas, quer em moeda, quer em bens, a começar pela própria atenuação da regra precedente, segundo a qual os aumentos só podiam ser efetivados depois de integralmente efetivados o aumento do capital social (Decreto-Lei 2.627, art. 108, caput)”<sup>13</sup>. Nesse sentido, atualmente na lei vigente, segundo se observa do caput do art. 170 da Lei nº 6.404, o nível mínimo de realização do capital social passou a de ser de três quartos. A referida mudança foi explicada na exposição de motivos com que o projeto da Lei nº 6.404 foi levada ao Congresso Nacional: “admite-se o aumento de capital, desde que realizados  $\frac{3}{4}$ ,

---

13 TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. São Paulo. Editora Jurídica José Bushatsky, 1979. v.1. p. 151

e não a totalidade, do capital existente, para evitar que a companhia fique impedida de aumentar o capital social enquanto não consegue cobrar dos subscritores todo o preço de emissão de ações ainda não integralizadas”<sup>14</sup>. Importante ressaltar apenas que essa regra não é aplicável às sociedades por ações sujeitas à legislação especial sobre aplicação de incentivos fiscais, conforme art. 299, da Lei nº 6.404/76.

Ainda, a subscrição de novas ações pode ser pública ou particular e o que as diferenciam são os destinatários das ações emitidas; se as ações forem destinadas a subscrição unicamente para os seus acionistas, detentores de direito de preferência ou pessoas ligadas à companhia emitente, o aumento de capital é qualificado como particular, em contrário aos aumentos por subscrição pública, nos quais a colocação das ações se faz com o auxílio de intermediários e dos meios de comunicação, junto ao mercado de capitais, por meio de ofertas públicas. Se o aumento de capital for mediante subscrição particular, deverão ser observados o que for deliberado pela Assembleia Geral ou pelo Conselho de Administração, conforme dispuser o estatuto (art. 170, §5º). Se o aumento de capital for mediante subscrição pública deverão ser observadas as normas do art. 82, e ainda, pelas normas da CVM.

O aumento do capital social da companhia mediante subscrição de ações é negócio jurídico formado pelo acordo de vontades da companhia e dos subscritores, e com observância dos seguintes procedimentos (referido à subscrição em dinheiro), definido pela Lei nº 6.404/76 e pelas normas da CVM: (i) órgão competente (a Assembleia Geral ou o Conselho de Administração) delibera o valor do aumento, o preço de emissão das ações, a quantidade das ações a serem emitidas e as condições da sua integralização; a companhia, mediante publicação de aviso ou prospecto, oferece aumento aos acionistas (se tiverem preferência para subscrevê-los) ou a subscrição pública, se for o caso; a oferta é de determinada quantidade de ações e sujeita – expressa ou implicitamente – à condição de que todas as ações sejam subscritas; e

---

14 Exposição de Motivos nº 196 de 24.06.1976 - Lei das Sociedades por Ações

(ii) o subscritor aceita a oferta da companhia assinando o boletim de subscrição e pagando o preço de emissão, ou a respectiva entrada;<sup>15</sup>

No aumento de capital mediante subscrição de novas ações, pode ocorrer a subscrição parcial do aumento que nada mais é que, a deliberação que aprova o aumento de capital em determinado montante, pode estabelecer que, caso todas as ações oferecidas pela companhia não sejam subscritas, forma-se o contrato entre a companhia e os que tenham subscrito ações desde que o total subscrito atinja determinado mínimo, preestabelecido. Dessa forma, o aumento ficaria reduzido ao valor das ações cuja oferta tenha sido aceita. A CVM, nesse tocante admite a subscrição parcial do aumento e, ainda, define regras para estes casos, tanto para aumentos de capital privados quanto aqueles conduzidos por meio de ofertas públicas.

No que se refere ao preço de emissão das ações, deve-se levar em consideração o disposto no §1º do art. 170, o qual dispõe que “o preço de emissão deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor do patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las”. Como disposto na Exposição de Motivos<sup>16</sup> da Lei nº 6.404/76, o objetivo deste dispositivo foi proteção dos acionistas minoritários, uma vez que, quando a companhia coloca as ações em um preço incompatível a realidade, pode conduzir à diluição desnecessária e injustificada dos acionistas que não tem condições de acompanhar o aumento. Outrossim, mais uma vez, observado o preâmbulo legal, a existência do direito de preferência ou prioridade nem sempre oferece proteção adequada a todos os acionistas, à constatação de que a emissão de ações pelo valor econômico (ressalta-se, não pelo valor nominal) é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas.

---

15 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias. São Paulo. Editora Forense, 2017. 2ª edição. p. 1010.

16 Exposição de Motivos nº 196 de 24.06.1976 - Lei das Sociedades por Ações

A fim de impedir a diluição injustificada, a CVM, como garantidora do bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, por meio da Instrução CVM nº 480/2009, exige que as companhias deixem disponíveis aos acionistas todas as informações necessárias para a deliberação do aumento de capital, incluindo, mas não se limitando, o percentual máximo da diluição sofrida pelo acionista que deixar de exercer o seu direito de preferência na subscrição das novas ações emitidas. Vale ressaltar, a propósito, que não é vedada a diluição dos acionistas, até porque isso seria virtualmente impossível nos aumentos de capital. Veda-se, única e tão somente, a diluição injustificada, quando os interesses individuais dos acionistas majoritários sobressaem o interesse social da companhia. Dessa forma, a distinção entre a diluição legítima e ilegítima não pode ser precisada na lei porque pressupõe o conhecimento, em cada caso, das diversas circunstâncias relativas à intensidade do interesse da companhia na obtenção de recursos adicionais, à espécie e quantidade dos subscritores potenciais das novas ações e ao nível de preço de emissão que é necessário fixar para que esses investidores potenciais subscrevam efetivamente o aumento.<sup>17</sup>

Ainda sobre o preço de emissão, importante destacar, ao ensejo, que os incisos do §1º do art. 170 indicam o poder discricionário do órgão competente para aprovação do aumento de capital (assembleia geral ou conselho de administração, no caso de companhias com capital autorizado), uma vez dispor que o preço de emissão deverá ser fixado, tendo em vista, alternativamente ou conjuntamente: (i) perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; (iii) a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitindo ágio ou deságio em função das condições do mercado. Isto é, a lei societária autoriza o uso de três diferentes critérios para fixação do preço de emissão, ficando claro que a companhia não precisa utilizar os três critérios em conjunto. Pode, portanto, ser legitimamente utilizado um dos critérios

---

17 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias. São Paulo. Editora Forense, 2017. p. 1023. 2ª edição.

ou efetivar-se de uma ponderação entre 2 (dois) ou os 3 (três) deles, por decisão fundamentada da companhia<sup>18</sup>. Sobre o primeiro critério, disposto no inciso I, destaca-se que o valor da rentabilidade da ação funda-se no direito do acionista de participar nos lucros sociais e é igual ao valor atual (descontado para o presente) do fluxo esperado de renda que caberá à ação no futuro.<sup>19</sup> Em outras palavras, esse método informa ao acionista subscritor o quanto provavelmente lucrará, a fim de que o interessado possa ponderar o investimento. O método de fixação do valor econômico com base no patrimônio líquido da ação, disposto no inciso II, dentre todos, é o mais simples e fácil de apurar, sendo muito utilizado em avaliações judiciais de companhias.<sup>20</sup> O método de fixação baseado na cotação das ações, disposto no inciso III, é o mais utilizado em companhias abertas com ações negociadas na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado. Em geral, as companhias abertas adotam o procedimento de coletas de intenção de investimento junto aos potenciais investidores qualificados (conhecido como procedimento de bookbuilding), o qual tem por finalidade servir de base para fixação do preço da oferta. Por meio deste procedimento, as instituições financeiras intermediárias da oferta buscam identificar a demanda pelos títulos, aferindo o interesse do mercado pela nova emissão mediante as diversas propostas de compra recebidas dos potenciais destinatários. O inciso III ainda permite que as ações podem ser emitidas com ágio ou deságio, ou seja, a preços superiores ou inferiores aos de sua cotação no mercado secundário. A utilização do deságio é usualmente utilizada como um estímulo adicional ao acionista para subscrever novas ações. Por outro lado, o ágio, menos frequente, seria justificável quando houvesse uma demanda para tais

---

18 EIZERIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III. 3ª Edição Revista e Ampliada – Artigos 138 a 205. São Paulo. Quartier Latin, 2021. Vol III. p 322.

19 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias. São Paulo. Editora Forense, 2017. p. 1025. 2ª edição.

20 EIZERIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III. 3ª Edição Revista e Ampliada – Artigos 138 a 205. São Paulo. Quartier Latin, 2021. Vol III. p 325

ações superior à sua oferta no mercado secundário, o que somente usualmente ocorreria se não fossem tais títulos dotados de liquidez.<sup>21</sup>

Além do disposto acima, é importante destacar, no tocante ao aumento de capital mediante a subscrição de novas ações, o direito de preferência dos atuais acionistas para a subscrição do aumento de capital. Este direito, conforme mencionamos anteriormente, não é absoluto, podendo ser excluído no estatuto social das companhias abertas, ou ainda revestido como direito de prioridade nas ofertas públicas com esforços restritos de colocação. Conforme disposto na alínea d, do §1º do art. 168, o estatuto social da companhia com capital autorizado deverá, entre outras matérias, especificar os casos ou as condições em que os acionistas terão direito para subscrição ou de inexistência desse direito. Se, no entanto, o estatuto for omissivo, aplica-se a regra geral do art. 171 e o direito de preferência na subscrição das novas ações não poderá ser excluído. A exclusão do direito de preferência em razão da venda das ações em bolsa de valores ou subscrição pública é frequentemente utilizada como um instrumento hábil a dar celeridade na condução de ofertas públicas. A celeridade da oferta produz resultados positivos a companhia, aos atuais acionistas e ainda aos investidores, incluindo, mas não se limitando ao menor período de exposição das ações à volatilidade do mercado.

Por fim, importante destacar a subscrição particular de companhia aberta, conforme disposto no §7º, do art. 171. Nessa modalidade de aumento de capital, o órgão que deliberar sobre a emissão das ações, caso não admitida a homologação parcial do aumento de capital, deverá dispor sobre as sobras de valores mobiliários não subscritos podendo (i) mandar vendê-las em bolsa; (ii) rateá-las, na proporção dos valores subscritos, entre os acionistas que tiverem pedido, no boletim ou lista de subscrição, reserva de sobras; nesse caso, a condição constará dos boletins e listas de subscrição e o saldo não rateado será vendido em bolsa. Por outro lado, na companhia de capital fechado será obrigatório o rateio acima mencionado, podendo

---

21 EIZERIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III. 3ª Edição Revista e Ampliada – Artigos 138 a 205. São Paulo. Quartier Latin, 2021. Vol III. p 323.

o saldo, se houver, ser subscrito por terceiros, de acordo com os critérios estabelecidos pelo órgão que deliberar sobre a emissão das ações.

## **5. AUMENTO DE CAPITAL MEDIANTE INCORPORAÇÃO E INCORPORAÇÃO DE AÇÕES**

A incorporação disposta no art. 227 da Lei nº 6.404/76 é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. Já a incorporação de ações, disposta no art. 252 da Lei nº 6.404/76 é a operação por meio da qual uma companhia incorpora todas as ações de outra companhia a seu patrimônio, transformando-a em uma subsidiária integral. Em qualquer dos casos, a incorporação, salvo operações envolvendo controladoras e subsidiárias integrais, se dá tendo como contrapartida um aumento de capital da incorporadora, que é subscrito pelos acionistas da incorporada e integralizado com suas ações. A incorporação de ações é muito semelhante a uma incorporação e ambas têm como efeito comum: o capital da sociedade incorporadora pode ser aumentado e os acionistas da incorporada passam a ser proprietários de novas ações da sociedade incorporadora. Diante disso, tem-se uma outra modalidade de aumento de capital na Lei nº 6.404/76, porém, em razão da complexidade e particularidade dessas operações, e pelo fato de que, nesses casos, o aumento de capital é ato reflexo, e não o fim da transação, não cabe neste um aprofundamento do tema.

### **CONCLUSÃO**

O aumento do capital social é instrumento extremamente relevante à consecução das atividades empresariais das sociedades anônimas. Cuida-se de medida de cunho eminentemente econômico, todavia, permeada por regime jurídico extremamente peculiar, o qual

exige esforço do intérprete com o objetivo de se extrair os melhores resultados para a sociedade.

Ao fim e ao cabo, todo aumento de capital do capital social pressupõe deliberação do órgão competente da companhia, que pode ser a Assembleia Geral ou, nas companhias com capital autorizado, o Conselho de Administração. Evidencia-se, que tanto o acionista, ao votar na assembleia geral, quanto o administrador, ao exercer suas funções, inclusive, a de participar de deliberações de órgão colegiado, tem o dever legal de votar e agir no interesse da companhia (arts. 115 e 154), exurgindo, portanto, o regime jurídico societário aplicável ao instituto sub examine.

Portanto, a deliberação de aumentar o capital social somente é legítima quando tomada no interesse da companhia. Evita-se, assim, que eventuais interesses escusos, sem vinculação à concretização do objeto social, se sobreponham àqueles.

Em arremate, o presente estudo das modalidades de aumento do capital fornece à companhia, e, em última análise, relevantíssimo instrumento de promoção do desenvolvimento da função social da empresa, de acordo com os ditames da ordem constitucional econômica e jurídica.



Bernardo Dayrell Neiva

# **A SOCIEDADE ANÔNIMA SIMPLIFICADA**

## **1. INTRODUÇÃO**

No dia primeiro de setembro de 2021, entrou em vigor a Lei Complementar nº 182, de primeiro de junho de 2021. A Lei Complementar em questão trouxe a mais importante reforma da Lei nº 6404, de 15 de dezembro 1976.

Isso porque trouxe a figura da sociedade híbrida, um novo regime jurídico. O que é a sociedade híbrida?

A sociedade híbrida nada mais é que a sociedade anônima simplificada, que se caracteriza por um misto de sociedades de pessoas (contratual) e de capital. Ou seja, é aquela forma societária que é constituída por relações subjetivas e pessoais entre os sócios e possui mecanismo de captação de capital no mercado, que são próprias de sociedade de capital.

O regime de sociedade anônima simplificada aplica para qualquer atividade empresarial, desde que a receita bruta anual seja até 78 (setenta e oito) milhões de reais. Dessa forma, verifica-se que é ideal para a organização de sociedades de pequeno e médio portes.

E tal reforma veio em boa hora. Isso porque as formas societárias jurídicas disponíveis no mercado da pequena e média empresa são incapazes de alcançar os fins que foram projetadas.

E revela-se oportuno porque:

o Brasil pretende florescer como potência econômica;  
brasileiras e os brasileiros despertam para o empreendedorismo e para as suas oportunidades;

---

<sup>1</sup> Graduado pela Faculdade de Direito Milton Campos, pós-graduado em Direito Empresarial pelo CAD/Gama Filho e mestre em Direito Empresarial pela Faculdade de Direito Milton Campos. Membro de Conselhos de Administração de sociedades anônimas de capital fechado e empresárias limitadas. Ex-assessor Jurídico do Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais. Formado em mediação pela Fundação Nacional de Mediação de Conflitos (FNMC).

quando as técnicas de distribuição de renda e de mitigação de desequilíbrios econômicos e sociais falham, o legislador deve, ao menos, prover ao pequeno e médio empreendedor vias de entrada nos mercados.

Com o regime de sociedade anônima simplificada, conferiu-se o tratamento especial às sociedades anônimas que abrange, para:

baratear a sua constituição e o seu manejo;  
facilitar o seu funcionamento e;  
flexibilizar a sua disciplina jurídica.

Trata-se, então, de um modelo simplificado no regime das sociedades anônimas, em especial, com a criação de condições facilitadas para o acesso de empresas de pequeno e médio portes ao mercado de capitais.

## **2. O QUE É A LC 182/21?**

Atualmente em vigor, a Lei Complementar nº 182 de 1º de junho de 2021 instituiu o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador, que tem o condão de fomentar o desenvolvimento da economia nacional na medida em que desburocratiza, reduz custos, além de proporcionar um cenário favorável aos investimentos, sejam eles oriundos do estado ou da iniciativa privada.

Nesse sentido, a referida norma trouxe relevantes alterações à Lei Complementar nº 123 de 14 de dezembro de 2006 (Estatuto Nacional da Microempresa e Empresa de Pequeno Porte), bem como à Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404 de 1976) com a introdução do regime de Sociedade Anônima Simplificada, a qual será abordada mais adiante.

### **3. OS SEUS IMPACTOS NA SEARA EMPRESARIAL?**

Dentre os impactos na seara empresarial, destacam-se a implementação e consolidação da Startup como nova modalidade de empresa e modelo de negócios, mecanismos de fomento à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação, bem como programas de ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório) visando testar projetos inovadores.

Além de viabilizar a relação entre as startups e os órgãos públicos, através da contratação de soluções inovadoras pelo Estado, dentre as quais estão listadas a licitação, contrato público para solução inovadora e o contrato de fornecimento.

Por fim, surgiu uma nova modalidade societária qual seja, a Sociedade Anônima Simplificada ou SAS, a qual, resumidamente falando, consiste numa Sociedade Anônima com custos menores relacionados ao funcionamento burocrático da sociedade e sua estrutura mais acessível aqueles que pretendem constituir uma empresa neste modelo.

### **4. O QUE CONSISTE UMA STARTUP?**

Implementada pela LC 182/21 (Capítulo II, art. 4º), a Startup consiste em um modelo de negócios ou empresa de caráter inovador, isto é, empresa emergente, que tem por escopo fomentar o desenvolvimento econômico por meio de serviços ou tecnologias e ideias inovadoras. O referido modelo societário é caracterizado pela inovação, pouca burocracia, escalabilidade, custos baixos, além do planejamento e pesquisa.

Importante ressaltar que tal inovação tanto ser de modo incremental, ou seja, promover ou melhorar um produto ou modelo de negócio já existente, quanto disruptiva, isto é, efetivamente criar algo do zero a fim de impactar o mercado. Seu regime menos burocrático em virtude da sua estrutura mais simplificada e com custos baixos,

sendo, ainda, um modelo de negócio repetitivo na medida em que oferece determinado produto em grande quantidade e escalável, isto é, a capacidade de crescimento e gerar receita sem aumentar de forma excessiva os seus custos.

## **5. O QUE CONSISTE A S/A SIMPLIFICADA E O QUE DE FATO FOI ALTERADO PELA LC 182/21?**

A Sociedade Anônima Simplificada (SAS), como o próprio nome sugere, consiste numa Sociedade Anônima cuja estrutura, embora continue sendo composta por diversos órgãos sociais, ela é mais simplificada, com custos reduzidos, além conferir maior flexibilidade na execução e publicação de suas atividades.

Nesse sentido, a LC 182/21 introduziu o regime da Sociedade Anônima Simplificada, diante das notórias mudanças à Lei 6404/76 (LSA), na medida em que foram alterados o artigo 143, caput, da LSA, artigo 294 da LSA (incisos III e IV e §4º) e artigo 294-A, além de acrescentar o artigo 294-B ao referido dispositivo.

Para fins didáticos, importante registrar que o estatuto social da companhia dispõe sobre seu funcionamento, bem como sua organização, cuja estrutura, segundo a Lei das Sociedades por Ações, pode ser composta pelos seguintes órgãos sociais: Assembleia Geral, Conselho de Administração, Diretoria e Conselho Fiscal. Dentre os quais, a Assembleia Geral e o Conselho de Administração são órgãos de deliberação, ou seja, refletem a vontade da sociedade; já a Diretoria é caracterizada como órgão de execução, na medida em que, na qualidade de representante da companhia perante terceiros, realiza o seu objeto social; e, por fim, o Conselho Fiscal é designado como órgão de controle, fiscalizando a devida execução da vontade social.

Assim, a LC 182/21 trouxe uma importante mudança na estrutura da companhia, notadamente na composição da Diretoria, que agora pode conter somente um membro no seu quadro de diretores, ao passo que anteriormente era obrigatório ter, no mínimo, dois membros eleitos pela Assembleia Geral. Dessa forma, o caput do artigo 143 da

LSA, além de conferir a assembleia o poder de escolher um diretor, confere a atuação individual para praticar todo e qualquer ato que seja compatível com o objeto social e com o interesse da empresa.

Por seu turno, as companhias de capital fechado, ou seja, aquelas cujas ações não são estão sujeitas à negociação no mercado de valores mobiliários, a sua distribuição é “privada”, em outras palavras, consiste na distribuição de títulos voltada para um grupo restrito, com ou sem intermediação financeira, e dispensada de registro na CVM, e por esta razão obtêm investimento de poucos acionistas, também sofreram sensíveis mudanças com o advento do Marco Legal das Startups.

Nesse diapasão, o caput do artigo 294 da LSA agora estabelece que as companhias fechadas com receita bruta anual de até R\$78.000.000,00 (setenta e oito milhões de reais) e possuindo qualquer quantidade de acionistas, terão determinados benefícios, tais como, o que está disposto no inciso III que prevê a realização de suas publicações de forma eletrônica, bem como a substituição dos livros sociais por registros ou mecanismos eletrônicos, conforme inciso IV.

Ademais, houve a inclusão do §4º ao referido dispositivo que possibilitou a livre distribuição desproporcional à participação dos acionistas no capital social da companhia, assim como já ocorre na esfera das sociedades limitadas. Em outras palavras, quando o estatuto social for omissivo quanto à distribuição dos dividendos, a Assembleia Geral pode deliberar sobre essa questão. Ressalta-se, ainda, que os incisos I e II foram revogados.

Destaca-se, ainda, a alteração no artigo 294-A da LSA na medida em que este regulamento proporcionou condições facilitadoras para a inserção das companhias de menor porte no mercado de valores mobiliários com a dispensa ou modulação das exigências pela CVM, quais sejam, a não obrigatoriedade da instalação do Conselho Fiscal, prevista no inciso I, bem como o inciso II desobrigou a intermediação de instituição financeira na captação de recursos pela empresa. O inciso III do referido dispositivo permite a modulação quanto ao recebimento de dividendos obrigatórios além da forma de realização das publicações, conforme inciso IV.

Por derradeiro, importante salientar a introdução do artigo 294-B na Lei das Sociedades por ações, o qual preceitua que as companhias de menor porte são aquelas que possuem receita bruta anual inferior a R\$500.000,00 (quinhentos milhões de reais), disciplinando ainda seu tratamento diferenciado frente às sociedades anônimas, bem como suas peculiaridades.

Por outro lado, as sociedades anônimas simplificadas ainda serão objeto de regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), porém não restam dúvidas que as inovações trazidas pelo Marco Legal, facilitarão a captação de recursos por companhias de médio e pequeno porte, mediante a oferta de suas ações e/ou títulos de dívidas no mercado de capitais.

A propósito, aquelas pequenas e médias empresas que optarem em adotar o novo regime de sociedade anônima simplificada terão que forçosamente passar por uma profissionalização.

Isso porque a medida em que busca acesso ao mercado de capitais, submete ao escrutínio de diversas pessoas, deste o investidor até o administrador, passando inclusive pela CVM.

Ao passar pelo crivo das pessoas envolvidas no processo, além do ganho da profissionalização, há o ganho financeiro, pois terá acesso a capital mais barato do que costumava obter junto as instituições financeiras.

## 6. CONCLUSÃO

Em vista dos argumentos apresentados, vale ressaltar a importância da LC 182/21 no âmbito empresarial, visto que a referida lei, além estimular o desenvolvimento da nossa economia com mecanismos de pesquisa e tecnologia inovadora, introduz novo regime societário, com menores custos operacionais e cuja estrutura é de forma simplificada e menos burocrática.

Simplificar é inovar e inovar é ousar.

A fim de ilustrar estes pontos, segue o quadro comparativo abaixo contendo as mudanças trazidas pela LC 182/21.

ANTES da LC 182/21 no que tange a S/A	DEPOIS da LC 182/21 no que tange a S/A
<p>Art. 143. A diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração, ou, se inexistente, pela assembleia geral, devendo o estatuto estabelecer:</p> <p>I-o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos;</p> <p>II-o modo de sua substituição;</p> <p>III-o prazo de gestão, que não será superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;</p> <p>IV-as atribuições e poderes de cada diretor.</p> <p>§1º Os membros do Conselho de Administração, até o máximo de um terço, poderão ser eleitos para cargos de diretores.</p> <p>§2º O estatuto pode estabelecer que determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião da diretoria.</p>	<p>Art. 143. A Diretoria será composta por 1 (um) ou mais membros eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração ou, se inexistente, pela assembleia geral, e o estatuto estabelecerá:</p> <p>I - o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos;</p> <p>II - o modo de sua substituição;</p> <p>III - o prazo de gestão, que não será superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;</p> <p>IV - as atribuições e poderes de cada diretor.</p> <p>§ 1º Os membros do conselho de administração, até o máximo de 1/3 (um terço), poderão ser eleitos para cargos de diretores.</p> <p>§ 2º O estatuto pode estabelecer que determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião da diretoria</p>

<p>Art. 294. A companhia fechada que tiver menos de 20 (vinte) acionistas, com patrimônio líquido de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), poderá:</p> <p>I-convocar assembleia geral por anúncio entregue a todos os acionistas, contrarrecibo, com a antecedência prevista no art. 124; e</p> <p>II-deixar de publicar os documentos de que trata o art. 133, desde que sejam, por cópias autenticadas, arquivados no Registro do Comércio juntamente com a ata da assembleia que sobre eles deliberar.</p> <p>§1º A companhia deverá guardar os recibos de entrega dos anúncios de convocação e arquivar no Registro do Comércio, juntamente com a ata da assembleia, cópia autenticada dos mesmos.</p> <p>§2º Nas companhias de que trata este artigo, o pagamento da participação dos administradores poderá ser feito sem observância do disposto no §2º do art. 152, desde que aprovada pela unanimidade dos acionistas.</p> <p>§3º O disposto neste artigo não se aplica à companhia controladora de grupo de sociedades, ou a ela filiadas.</p>	<p>Art. 294. A companhia fechada que tiver receita bruta anual de até R\$ 78.000.000,00 (setenta e oito milhões de reais) poderá:</p> <p>I – (revogado);</p> <p>II – (revogado)</p> <p>III - realizar as publicações ordenadas por esta Lei de forma eletrônica, em exceção ao disposto no art. 289 desta Lei; e</p> <p>IV - substituir os livros de que trata o art. 100 desta Lei por registros mecanizados ou eletrônicos.</p> <p>§ 1º A companhia deverá guardar os recibos de entrega dos anúncios de convocação e arquivar no registro de comércio, juntamente com a ata da assembleia, cópia autenticada dos mesmos</p> <p>§ 2º Nas companhias de que trata este artigo, o pagamento da participação dos administradores poderá ser feito sem observância do disposto no § 2º do artigo 152, desde que aprovada pela unanimidade dos acionistas.</p> <p>§ 3º O disposto neste artigo não se aplica à companhia controladora de grupo de sociedade, ou a ela filiadas.</p> <p>§ 4º Na hipótese de omissão do estatuto quanto à distribuição de dividendos, estes serão estabelecidos livremente pela assembleia geral, hipótese em que não se aplicará o disposto no art. 202 desta Lei, desde que não seja prejudicado o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade</p> <p>§ 5º Ato do Ministro de Estado da Economia disciplinará o disposto neste artigo.</p>
--	--

<p>Art.294-A. A Comissão de Valores Mobiliários, por meio de regulamento, poderá dispensar exigências previstas nesta Lei, para companhias que definir como de pequeno e médio porte, de forma a facilitar o acesso ao mercado de capitais.</p>	<p>Art. 294-A. A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará as condições facilitadas para o acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais, e será permitido dispensar ou modular a observância ao disposto:</p> <p>I - no art. 161 desta Lei, quanto à obrigatoriedade de instalação do conselho fiscal a pedido de acionistas;</p> <p>II - no § 5º do art. 170 desta Lei, quanto à obrigatoriedade de intermediação de instituição financeira em distribuições públicas de valores mobiliários, sem prejuízo da competência prevista no inciso III do § 3º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976;</p> <p>III - no inciso I do caput do art. 109, nos §§ 1º e 2º do art. 111 e no art. 202 desta Lei, quanto ao recebimento de dividendo obrigatório;</p> <p>IV - no art. 289 desta Lei, quanto à forma de realização das publicações ordenadas por esta Lei; e</p> <p>V - (VETADO).</p>
---	---

	<p>Art. 294-B. Para fins do disposto nesta Lei, considere-se companhia de menor porte aquela que auferir receita bruta anual inferior a R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais).</p> <p>§ 1º A regulamentação editada não prejudica o estabelecimento de procedimentos simplificados aplicáveis às companhias de menor porte, pela Comissão de Valores Mobiliários, com base nas competências previstas na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, especialmente quanto:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I - à obtenção de registro de emissor;</li> <li>II - às distribuições públicas de valores mobiliários de sua emissão; e</li> <li>III - à elaboração e à prestação de informações periódicas e eventuais.</li> </ul> <p>§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários poderá:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I - estabelecer a forma de atualização do valor previsto no <b>caput</b> deste artigo e os critérios adicionais para a manutenção da condição de companhia de menor porte após seu acesso ao mercado de capitais; e</li> <li>II - disciplinar o tratamento a ser empregado às companhias abertas que se caracterizem como de menor porte nos termos do <b>caput</b> deste artigo.</li> </ul>
--	--

## REFERÊNCIAS

BRASIL. Lei n° 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília: Planalto.

BRASIL. Lei Complementar n° 182, de 1° de Junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar n° 123, de 14 de dezembro de 2006. Brasília: Planalto.

BRASIL. Regime Especial da Sociedade Anônima Simplificada, Walfrido Jorge Warde Júnior e Rodrigo R. Monteiro de Castro, São Paulo, Saraiva, 2013.



Daniel da Silva Araújo Cerqueira

# **A *AGO* e o conflito de interesse na Aprovação das Contas dos Administradores**



Sumário: 1 – Introdução; 2 – Do Conflito de Interesse; 2.1 Do Conflito Formal e Do Conflito Substancial; 2.1.1 – Do Conflito de Interesses Formal; 2.1.2 – Do Conflito de Interesses Substancial; 2.1.2.1 – Do abuso de Voto; 3. Da Deliberação das Contas da Administração; 4. Conclusão

## **1. INTRODUÇÃO**

A sociedade empresária, em muitos aspectos, reflete de forma orgânica as estruturas vigentes no modelo sociopolítico na qual está inserida. E, no contexto deste breve estudo, focaremos o nosso objeto de análise no exercício do voto pelo acionista, quando reunido em Assembleia Geral Ordinária para, nos termos do art. 132, inciso I da Lei n. 6.404/76, “tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras”.

Vale ressaltar, neste ponto, que embora o exercício do voto, enquanto manifestação de opinião e vontade, esteja contemporaneamente atrelado ao conceito de Democracia, onde prevalece a regra da maioria, nas estruturas societárias, por seu turno, nem sempre tal maioria se reflete em números, mas no montante das participações no capital social.

Assim, cabe ao acionista, reunido em "Assembleia-Geral" convocada e instalada na forma da lei e dos estatutos (...), deliberar sobre matéria de interesse social”, nos dizeres de Waldemar Ferreira (1947, p.471) ou, conforme ensina Ascarelli (1945, p.375):

---

<sup>1</sup> Advogado, Mestre em Direito Empresarial e Pós-graduado em Direito Tributário pela Faculdade de Direito Milton Campos. Associado Efetivo do Instituto dos Advogados de Minas Gerais - IAMG, do Instituto de Governança Corporativa - IBGC e do Instituto Brasileiro de Executivo de Finanças - IBEF/MG. Membro da Comissão de Direito Societário da OAB/MG (2019-2021).

“A deliberação, por um lado, deve ser considerada como uma manifestação unilateral de vontade, pois representa justamente a vontade de um único sujeito; por outro lado, porém, ela resulta do concurso de outras tantas vontades (votos) diversas, que concorrem justamente em formar a vontade do sujeito-sociedade”

Nada obstante, parafraseando Waldemar Ferreira<sup>2</sup>, a manifestação de voto dos acionistas não é desprovida de limites, nem mesmo para o Acionista Controlador, “que podendo tanto, nem tudo pode”.

Nesse sentido, Eduardo Goulart Pimenta (2020, p. 298) leciona que:

“(...) há que se observar que o exercício de voto nas deliberações sociais não é, quanto a sua finalidade livre. Ao contrário o sócio deve, sempre, votar no sentido do melhor interesse para a sociedade (Lei n. 6.404/76, art. 115 caput), sendo-lhe vedado exercer seu direito de voto para causar dano a outro sócio, a terceiros ou à pessoa jurídica.”

Nessa mesma toada o art. 121 da Lei de Sociedades por Ações atém a atuação dos acionistas à deliberação dos “negócios relativos ao objeto da companhia” e, embora não se repita, expressamente, os termos do art. 86<sup>3</sup> do Decreto-Lei nº 2.627/194, subentende-se que a manifestação de vontade dos acionistas (voto), deve ser, sempre, exercida de forma a beneficiar o interesse social, ou nos dizeres de Modesto Carvalhosa (2009, p. 460) ao comentar o art. 115 da Lei das S.A.:

---

<sup>2</sup> “Podendo tanto, nem tudo pode a assembleia geral. Constituída de acionistas, seus poderes não suplantam muitos dos direitos destes.” Waldemar Ferreira (1947, p.471)

<sup>3</sup> Art. 86. A assembleia geral é a reunião dos acionistas, convocada e instalada na forma da lei e dos estatutos, a fim de deliberar sobre matéria de interesse social.

“O sócio, portanto, deve votar em estreita obediência à própria condição de membro da comunidade acionária, pois que somente assim será possível proteger o interesse comum, acima dos interesses individuais dos sócios, muitas vezes conflitantes.

O interesse social não é, pois, a somatória dos interesses individuais de cada acionista, mas a transcendência desses mesmos interesses por um interesse comum a todos (...).”

Nessa sequência, o art. 115 e §1º da Lei das S.A. prevê que acionista não somente “deve exercer o direito a voto no interesse da companhia”, como também está impedido de votar em “quaisquer outras matérias que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia” e, especialmente na “aprovação de suas contas como administrador”.

Nesses termos, observado o objeto de análise deste artigo, devemos ressaltar que o §1º do art. 115 da Lei das S.A., expressamente veda que o Acionista, seja ele controlador ou não, que delibere e vote na “aprovação de suas próprias contas como administrador”.

O Superior Tribunal de Justiça, por seu turno, tratou do tema, quando do julgamento do Resp. 1.692.803/SP, fixando o entendimento, conforme voto condutor do Relator Ministro Ricardo Villas Bôas, que é expressamente vedado ao acionista administrador proferir voto em assembleia geral ordinária, quando a matéria em análise se refere a apreciação e aprovação de suas próprias contas, conforme trecho da Ementa, a seguir transcrito:

*“(...) 3. A aprovação das próprias contas é caso típico de conflito formal (ou impedimento de voto), sendo vedado ao acionista administrador proferir voto acerca da regularidade de suas contas. 4. Na hipótese, o fato de o único outro sócio da sociedade anônima fechada ter ocupado cargo de administração*

*em parte do exercício não altera a conclusão de que o sócio administrador não pode aprovar as próprias contas. (...)" (STJ - Resp.: 1692803 SP 2016/0156786-3, Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Data De Julgamento: 23/02/2021, T3 - Terceira Turma, Data De Publicação: Dje 01/03/2021)*

Do exposto, podemos então, por um lado, previamente concluir pela vedação absoluta ao exercício de voto do acionista administrador na aprovação de suas próprias contas, por outro lado, podemos questionar se a companhia controladora estaria conflitada para deliberar e aprovar em AGO, as demonstrações financeiras e as contas de administradores de quem são partes relacionadas? Nesse caso teríamos a ocorrência de um conflito de interesse formal ou conflito de interesse substancial? Seria, também aqui, o impedimento de voto deliberado a priori, pela mesa diretora dos trabalhos da assembleia geral? Ou estaríamos diante de um fato que dependeria de apuração a posteriori da ocorrência de dano à companhia e aos demais acionistas?

## **2. DO CONFLITO DE INTERESSE**

Conforme pontuamos no tópico anterior, os modelos de construção societários refletem de forma orgânica as estruturas vigentes no modelo sociopolítico na qual estão inseridas. E, tais similaridades extrapolam, em vários aspectos, as estruturas legais e contratuais ideologicamente adotadas.

Indo mais além, podemos inferir que nas relações societárias, tal qual nas relações sociais, o conflito é componente intrínseco entre os atores das estruturas societárias.

Nessa perspectiva o sociólogo alemão Georg Simmel (2011, p. 568-569), pondera que o “conflito é admitido por causar ou modificar grupos de interesse, unificações, organizações”, defendendo o autor que o conflito é, neste contexto, uma forma de interação social, concluindo Simmel que

“(...) não existe provavelmente nenhuma unidade social onde as correntes convergentes e divergentes entre seus membros não estejam inseparavelmente entrelaçadas. Um grupo absolutamente centrípeto e harmonioso uma pura “unificação” (“Vereinigung”), não só se apresenta como empiricamente irreal, como não representa nenhum processo concreto da vida.”

Não poderíamos, neste contexto, pretender que as relações societárias, em última análise um reflexo de nossas estruturas sociopolíticas, estariam isentas de conflito. Nesse sentido, o Professor Tavares Guerreiro (1984, p. 72-73) em seu artigo “Sociedade Anônima: Poder e Dominação”, pondera ainda que a Sociedade Anônima é

*“(...) uma organização de caráter instrumental que, de um lado condiciona a estrutura interna e, de outro, lhe permite a consecução de objetivos empresariais, projetados no espaço e no tempo. Essa visão, por assim dizer unitária do fenômeno societário leva em conta uma consideração de primeira importância: **os objetivos da sociedade nem mesmo por força da personalização jurídica, adquirem autonomia plena face às intenções dos sócios, sendo hoje difícil, senão impossível, contrastar conceitualmente o interesse da sociedade e o interesse dos sócios.**”*  
(grifos nossos)

Da mesma forma, Erasmo Valladão (1993, p. 14-15) entende que o interesse, “cuja coincidência sobre a mesma coisa constitui o conflito”, se estabelece em decorrência das relações firmadas entre cada uma das partes entre si e em relação a um determinado objeto de interesse. Em outras palavras, Eduardo Goulart Pimenta propõe que (2020, p.302):

“O voto conflitante é aquele que dado quando o ganho do votante representa necessariamente e inevitavelmente uma perda para a companhia. O interesse do sócio está diretamente oposto ao da sociedade – conflito de interesses - e o ganho de um representa e decorre, em igual proporção, da perda do outro, em um jogo de soma zero ou não cooperativo.

No voto conflitante, o ganho do sócio decorrerá diretamente do prejuízo da sociedade, ainda que o votante não tenha a intenção – dolo - de prejudicar a pessoa jurídica, outro sócio ou terceiros.

Do exposto, podemos estabelecer que o conflito de interesse se instala quando o acionista, a despeito de sua posição perante a companhia e aos demais acionistas, se encontra em uma posição de escolha entre interesses próprios e o interesse social. Instalado o conflito caberia então à mesa diretora dos trabalhos da assembleia geral, apurar se o conflito seria passível de vedação, a priori, do exercício do voto ou se seria necessário o exame de mérito da deliberação para, apurado o dano à companhia ou aos demais acionistas, buscar a anulabilidade do voto efetivamente proferido pelo acionista conflitado.

## **2.1 DO CONFLITO FORMAL E DO CONFLITO SUBSTANCIAL**

### **2.1.1 DO CONFLITO DE INTERESSE FORMAL**

Conforme Norma Jonssen Parente, em seu já citado voto no Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/1153, nos esclarece que: “a lei brasileira proibiu, terminantemente, o exercício do poder de voto daquele em situação conflituosa, não dando margem para qualquer subterfúgio ou considerações a posteriori”.

Norma Jonssen Parente (2018, p. 401) aponta ainda que:

“A proibição é cautelar e visa proteger a sociedade e os demais acionistas do eventual dano causado pelo voto conflitado. A simples constatação da existência de posições contrapostas é suficiente para impedir o voto segundo a corrente formalista, não sendo necessário apurar qual interesse prevalecerá, uma vez que a lei já teria dado a solução ao problema, ao estabelecer a proibição cautelar do exercício do direito de voto do acionista conflitado, malgrado com a proibição do voto ex ante o eventual voto contaminado, o texto é claro.”

Nestes termos, parte da doutrina, defende o entendimento de que o conflito de interesses deve ser apurado a priori, observando-se meramente seus aspectos formais, independente da configuração efetiva de qualquer prejuízo ou dano à companhia ou aos demais acionistas. Nesta hipótese, observadas a existência de interesses conflitantes, estaria o acionista conflitado, impedido, a priori, pela mesa diretora dos trabalhos da Assembleia Geral de exercer o seu direito de voto.

Renato Ventura Ribeiro (2009, p. 377-378), por seu turno, nos explica que:

“No caso de conflito formal, basta a mera existência de interesse conflitante do acionista com a companhia para que haja a proibição do voto. O acionista está proibido de votar, pois, mesmo que haja benefícios equitativos a ambas as partes, continua a haver conflito e não convergência de interesses. Assim, mesmo não havendo dano à companhia, a deliberação deve ser anulada. (...) A razão parece estar mais próxima da corrente que propugna pelo conflito de interesses formal. A lei é expressa em afirmar a proibição do exercício do voto. Não se pode votar, seja ou não a decisão

lesiva à companhia, cuida-se também de exercício abusivo de direito de voto.”

Nessa sequência apreendemos ainda, nas lições da Maria Helena Santana, proferidas em seu Voto no Autos do Processo Administrativo nº RJ2009-13179 onde ao analisar a controvérsia entre o Conflito Formal e o Conflito Material, fixou o seguinte entendimento:

*(...) o art. 115, § 1º, ao determinar que o acionista fica impedido de votar nas deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia, estabeleceu verdadeira hipótese de impedimento de voto, que pode ser controlada antes da deliberação, se houver evidência de que está em jogo algum interesse particular do acionista, que não é comum aos demais. **O conflito se configura a partir da identificação desse interesse particular, independentemente da comprovação de prejuízo à companhia.***

Entretanto, ressalva, Maria Helena Santana, que, não sendo o conflito de fácil percepção ou identificação pela mesa diretora dos trabalhos, não há que se impedir a priori o exercício do voto, conforme se lê no trecho do voto a seguir transcrito:

*No entanto, parece-me que esse preceito legal deve ser aplicado com prudência, sob pena de se verificar, a pretexto de se coibir os conflitos de interesses, um excessivo cerceamento ao exercício do direito de voto pela mesa diretora dos trabalhos da assembleia. **Acredito que só se deva impedir o acionista de exercer o voto com base nesse fundamento, quando, no caso concreto, verificar-se, de maneira evidente, o interesse particular em jogo na deliberação.** A propósito, parece-me acertada a opinião do Professor Fábio Konder Comparato:*

“(...) para que haja impedimento do voto é mister que o conflito de interesses transpareça a priori da própria estrutura da relação ou negócio sobre que se vai deliberar, como, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista.”

*Há casos, porém, em que o conflito não é tão facilmente identificável. Nesse caso, ainda que a mesa não deva impedir o acionista de votar, a proibição de voto continua a valer. Afinal, o principal destinatário da norma é o próprio acionista, que deve, portanto, verificar se está impedido ou não de votar. Da mesma forma, caso o conflito só seja detectado após a realização da deliberação, nada impede que o voto do acionista seja impugnado. **Em todo caso, cabe ressaltar que, a meu ver, o conflito de interesses se configura independentemente da comprovação de prejuízo à companhia, pelas razões já expostas.***

Fixa-se o entendimento, de que uma vez identificada a possibilidade de conflito de interesse, cabe à mesa diretora dos trabalhos da assembleia geral, impedir o acionista conflitado de exercer seu direito de voto, salvo, se o conflito não for de fácil percepção ou identificação, caso qual, a apuração deverá ser feita a posteriori.

Observa-se que, embora a doutrina majoritária se coloque favorável a aplicação do conflito de interesse substancial, os julgados da CVM adotam de forma prevalente a aplicação do conflito de interesse formal, com as mitigações citadas no voto acima citado.

Nessa esteira, a 3ª Turma do STJ, em voto condutor do Ministro Ricardo Villas Bôas, adotou ao jugar o Resp. 1.692.803/SP, a solução de conflito de interesse formal, conforme se apreende do trecho do Acórdão abaixo transcrito:

A aprovação das contas pelo sócio administrador está inserida nas hipóteses de conflito de interesse, existindo uma presunção de sua ocorrência. Há quem defenda, porém, que a lei trata, no ponto,

de duas situações: (i) da proibição de voto e (ii) do conflito de interesses. De todo modo, trata-se de hipótese em que o voto não deve ser manifestado. Com efeito, o conflito de interesses pode ser formal ou material. No primeiro caso, o conflito de interesses é apurado a priori, estando o acionista impedido de proferir seu voto (proibição de voto). Já no conflito material (ou substancial), o voto é manifestado, sendo objeto de controle posterior, quando será apurada a efetiva ocorrência do conflito a partir da análise da situação fática. A aprovação das próprias contas é caso típico de conflito formal (ou impedimento de voto), sendo vedado ao acionista-administrador proferir voto acerca da regularidade de suas contas. Esse é o entendimento que prepondera doutrina.

Vale ressaltar, antes de passarmos a análise do conflito de interesse substancial, que nos termos do §1º do art. 115 da Lei das S.A., a aprovação das próprias contas como acionista administrador, estariam de fato inserida nas três hipóteses legais (sendo as outras duas: (a) deliberação relativa ao laudo de avaliação de bens para a formação do capital social; (b) quaisquer outras matérias que puderem beneficiar o acionista de modo particular), onde há presunção de conflito interesses, sendo nesses casos, absolutamente proibido o exercício do voto. Nelson Eizirk (2011, p.656) reafirma que: “Nas 3 (três) hipóteses (...), o voto do acionista é vedado. Se exercido, será tido como viciado (...)”.

### **2.1.2 O CONFLITO DE INTERESSE SUBSTANCIAL**

Em sentido diverso do acima exposto, conflito de interesse substancial, adota um posicionamento mais casuístico em relação à existência de interesses conflitantes.

De forma diversa ao entendimento que opta pela vedação a priori do exercício de voto, entendendo se o conflito de interesse como substancial, a verificação do voto conflitante se dá a posteriori. Ou seja, o acionista tem total liberdade para proferir o seu voto em assembleia geral. Porém, apurado que o voto foi proferido de forma contrária ao interesse social e, sendo o voto decisivo para a aprovação da matéria deliberada e, considerando que tal deliberação tenha gerado dano ou prejuízo à companhia e aos demais acionistas, então as deliberações decorrentes do voto viciado seriam anuláveis. Em outros termos, Professor o Erasmo Valladão, preleciona que:

*(...) ao fazer referência a ‘interesse conflitante com o da companhia’, no § 1º, do art. 115, a lei não está se reportando a um conflito meramente formal, mas sim a um conflito substancial, que só pode ser verificado mediante o exame do conteúdo da deliberação. Tal como na Itália, pois, a lei, nessa hipótese, proíbe, cautelarmente, o acionista de votar. Se o acionista vota, deve-se verificar então, o modo como votou: se, efetivamente, sacrificou o interesse da companhia ao seu interesse pessoal, com prejuízo, potencial ou atual, à companhia ou aos outros acionistas, seu voto será nulo, bem como anulável a deliberação tomada, se o voto foi decisivo para a formação da maioria. Em suma, a lei não estabeleceu, para tal situação, um divieto di voto, como o fez para as demais hipóteses do § 1º do art. 115.*

Eli Loria, então Diretor da CVM, em seu voto-vencido nos autos do Processo Administrativo nº RJ 2009-13179, explica, por seu turno, que:

*(...) a proibição de voto referida no art. 115, § 1º, exceto nos casos em que a situação de conflito entre o interesse pessoal do acionista e o da sociedade foi totalmente descrita (deliberações relativas ao laudo de avaliação*

*de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador) não tem o condão de impedir o voto do acionista a priori, mas indica que o voto contrário ao interesse social é passível de anulação, considerado o prazo prescricional de dois anos do art. 286.*

(...)

***Dessa forma, é permitido ao acionista controlador votar desde que se atenha aos deveres do art. 115, caput, e do art. 116, parágrafo único, e, faltando a esse dever, o voto abusivo é anulável e, caso tenha sido determinante, a própria deliberação será anulável.***

*Destaque-se que a decisão não será nula como seria de se supor em caso de controle a priori do conflito de interesses. Em verdade, o acionista responde pelos danos causados, sendo obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido (art. 115, § 4º). Mais, o acionista responderá pelos danos causados por seu exercício abusivo (art.115, § 3º) ainda que seu voto não tenha prevalecido.*

Eli Loria conclui ainda que:

O entendimento pelo controle a priori do voto inverte a lógica da lei societária de prevalência da maioria e, conforme destacado em votos proferidos em casos anteriores, impede de votar aquele que sofrerá um impacto relevante da decisão (por sua participação expressiva no capital social da companhia) e que melhor conhece os negócios sociais, confrontando o princípio da boa-fé que rege as relações comerciais, sendo o exercício do voto regra geral que, aliás, constitui-se em um direito do acionista não-controlador e em um dever do acionista controlador.

Do exposto, conclui-se que no conflito de interesse substancial, ressalvadas as 3 (três) hipóteses de vedação expressa, previstas no §1º do art. 115 da Lei das S.A, não há que se falar em vedação a priori do exercício de voto ante a possibilidade de configuração de conflito de interesse. No caso do conflito substancial a apuração é casuística e dependerá de apreciação posterior ao fato. E, caso seja apurado que o voto foi proferido em contradição de interesses com a companhia, este será anulável e, caso tenha sido determinante para a aprovação da deliberação, esta será anulável.

### 2.1.2.1. DO ABUSO DE VOTO

Por fim, vale observar que o art. 115 caput da Lei das S.A. prevê ainda que considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano ou prejuízo à companhia e a outros acionistas ou que leve o acionista a obter vantagens indevidas.

Neste caso, tal qual no conflito substancial a apuração do voto abusivo é casuística e deverá também ser averiguada a posteriori.

Quanto ao exercício do voto abusivo explica Nelson Eizirik (2011, p. 654-655) que:

*“Embora o voto constitua um direito do acionista, não pode ser exercido com fim diverso daquele para o qual é reconhecido, posto que sua legitimidade decorre da conformidade com o interesse social. Assim, o abuso do direito de voto consiste na desconformidade entre a finalidade do direito e a do seu exercício diante de um caso concreto.”*

Em outros termos, conforme objetivamente previsto no art. 115 caput da Lei das S.A., para a configuração do voto abusivo, em análise posterior do fato, é necessária, não somente a apuração do dano ou obtenção de vantagem indevida que resulte em prejuízo para

a companhia e demais acionistas, mas também que se comprove o dolo, ou seja, a intenção do acionista em praticar o ato. Tal, é o que se apreender da leitura do voto da lavra de Norma Jonssen Parente, Relatora do Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/1153:

*“2. Da acepção da palavra abuso (do latim abusu) tem-se a exata noção do sentido da expressão voto abusivo. Isto porque esse vocábulo significa mau uso, uso errado, excessivo ou injusto. **Ora, é evidente que para alguém abusar de alguma coisa é necessário que, ao menos, tenha tentado exercer algum poder sobre esta.***

*3. Posto o antecedente lógico, fica fácil visualizar que o voto abusivo somente pode ser detectado **ex post, ou seja, após a sua emissão, confrontando-se o seu desiderato com os fins legais.***

*4. Assim, para que o voto seja considerado abusivo, segundo os termos da lei (art. 115 da Lei n.º 6.404/76), o fim pretendido deve ser o de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. Todas as espécies de voto abusivo se resumem nas máximas, admitidas em direito, *neminem laedere* e *suum cuique tribuere* que vedam as formas de enriquecimento sem causa e/ou com prejuízo de terceiros.*

*5. Para caracterizar o abuso mister é analisar, de maneira detida, o teor e as implicações do voto. **Com base no princípio da boa-fé, presume-se que o acionista, ao exercer o seu poder, age em favor dos interesses sociais, fazendo com que o ônus da prova recaia sobre os que entendem ser a sua conduta abusiva.** Neste caso há, necessariamente, uma avaliação substancial do voto “a posteriori”.*

Desta feita, podemos compreender o exercício abusivo do voto, não somente como uma violação expressa aos princípios da boa-fé, mas também uma subsunção do ato praticado pelo acionista aos fatos típicos descritos no caput do art. 115 da Lei das S.A. (causar dano, obter vantagem indevida e causar prejuízo à companhia e aos demais acionistas). Podemos, por todo o exposto até o momento, concluir que é necessária a consumação do voto para haver para se apurar o abuso.

### **3. DA DELIBERAÇÃO DAS CONTAS DA ADMINISTRAÇÃO**

Nos termos do art. 132, inciso I da Lei n. 6.404/76, os acionistas reunidos em Assembleia Geral Ordinária deverão deliberar e aprovar as “contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras” da companhia. Lembra Nelson Eizirik (2011, p. 162) que:

“A aprovação das contas dos administradores, constitui uma declaração de vontade por parte da assembleia geral ordinária, não se restringindo, pois, ao mero atendimento de formalidade legal, uma vez que os acionistas têm um poder discricionário em relação à sua apreciação.”

Ressaltando que a aprovação das contas da administração sem ressalvas, conforme previsão do §3º do art. 134 da Lei das S.A exoneram de responsabilidade os administradores da companhia, inviabilizando a promoção posteriormente, nos termos do art. 159 da Lei das S.A, de eventual ação de responsabilidade por danos ou prejuízos causados pelos administradores.

Nesse sentido citamos o Agravo de Instrumento 990.09.362587-3, do TJSP, em Ação de Responsabilidade movida contra o ex-Diretor Financeiro da Sadia, onde o Tribunal fixou o entendimento que a aprovação sem ressalvas, implicou na exoneração da responsabilidade de todos os administradores e diretores da companhia:

“AGRAVO DE INSTRUMENTO Nº: 990.09.362587-3 AGRAVANTE: ADRIANO LIMA FERREIRA AGRAVADO: SADIA S.A. RELATOR: DESEMBARGADOR ENIO ZULIANI: Ação de responsabilidade de diretor financeiro que teria dado causa a prejuízos para a companhia em razão de operações (derivativos) de riscos não autorizados - Inadmissibilidade de se cogitar de competência da Justiça do Trabalho, de obrigatoriedade de criar litisconsórcio passivo, esticando a relação processual contra a vontade da autora. Todavia e porque uma segunda assembleia (ordinária) se realizou e aprovou as contas da administração, sem ressalvas, implica exoneração da responsabilidade de todos os administradores e diretores – Interpretação dos arts. 159 e 134, § 3o, da Lei 6404/76) - Provimento para extinguir a ação por ausência de pressuposto obrigatório para regular desenvolvimento (art. 267, IV, do CPC).”

Do exposto, dada a natureza declaratória do ato de aprovação das contas dos administradores e suas consequências, em particular a exoneração de responsabilidade dos administradores por atos praticados em sua gestão, fica claro, o porquê da vedação expressa e a priori, nos termos do §1º do art. 115 da Lei das S.A., ao voto do acionista administrador na apreciação e aprovação de suas próprias contas.

Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto (2010, p. 148), sobre o tema explica:

*A coerência do sistema: de um lado, a aprovação, sem reserva, das contas e das demonstrações financeiras exonera de responsabilidade os administradores; de outro, **a lei proíbe os gestores de votar, na qualidade de acionistas ou procuradores, suas contas (artigos 115, §1º, e art. 134, §1º), justamente porque não podem atuar como juízes em causa própria.***

Entretanto, não há clareza na Lei das S.A. quanto a eventual conflito de interesse formal na eventualidade de o administrador que está apresentando suas contas para aprovação e deliberação em assembleia geral ordinária, ser parte relacionada ao acionista controlador.

Considerando para fins deste trabalho parte relacionada é o indivíduo que, ao mesmo tempo é membro chave da administração da companhia controlada e acionista controlador da companhia controladora.

Se em um primeiro momento, teríamos a tendência a afirmar que a vedação expressa do §1º do art. 115 se estenderia ao caso, pois entender de forma diversa seria violar a finalidade última da norma, que é impedir que o controlador seja juiz em causa própria.

Em um segundo momento, poderíamos entender que a vedação absoluta prevista no §1º do art. 115 se direciona especificamente ao acionista controlador, pessoa física e que cumulativamente exercer a função de administrador.

Pela interpretação literal do §1º do art. 115 da Lei das S.A, por se tratar dispositivo legal que impõe as partes uma restrição de direito, não se pode alargar a interpretação para abarcarmos o controlador pessoa jurídica, que por interposta pessoa exerce o cargo de administrador na controlada. Neste sentido Ferraz Junior (2001, p. 291) explica que:

(...) recomenda-se que toda norma que restrinja os direitos e garantias fundamentais reconhecidos e estabelecidos constitucionalmente deva ser interpretada restritivamente. Também uma exceção deve sofrer uma interpretação restritiva

No mesmo sentido Nelson Eizirik (2011. P, 159) defende que:

***Se alguém é controlador de sociedade que é acionista da companhia por ele administrada não existe o impedimento a que ela exerça o seu direito***

***de voto; a proibição somente se aplica à pessoa física que seja, ao mesmo tempo, acionista e administrador, dado o princípio da separação entre a pessoa jurídica e seus membros. Caso o administrador constitua uma nova sociedade pouco antes da assembleia e para ela transfira suas ações a fim de que ela vote para aprovar as suas contas, ficará caracterizada a manobra fraudulenta. Porém, se a pessoa jurídica não foi criada com o objetivo de fraudar a Lei das S.A., deve ser respeitada a separação da pessoa jurídica de seus sócios e admitido o voto.***

Neste caso, estaríamos claramente diante de um conflito de interesse substancial, que por definição, não vedaria o exercício de voto a priori do controlador pessoa jurídica, sendo que eventual dano ou prejuízo decorrente dos atos praticados ou omissões dos administradores ou obtenção de benefícios indevidos, deveriam todos ser apurados posteriormente ao fato.

Entretanto, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/100600, tendo como acusado o Eike Batista, fixou entendimento contrário ao acima exposto, reconhecendo a aplicação do §1º do art. 115 da Lei das S.A. Afirma o Diretor Relator Pablo Renteria que:

15. Desse modo, convém deixar de lado a discussão sobre o princípio da separação da personalidade jurídica, que, a meu ver, pouco contribui para o enfrentamento da questão jurídica suscitada no presente caso. Cumpre, em vez disso, examinar a interpretação a ser conferida ao comando, contido no art. 115, §1º, da Lei das S.A., que proíbe o acionista de votar nas deliberações de assembleia geral relativas à aprovação de suas contas como administrador. Importa verificar, mais precisamente, se tal norma impede o exercício de direito de voto apenas pelo administrador (supondo

que ele seja acionista) ou alcança também os demais acionistas da companhia cuja vontade, em virtude de arranjos societários, esteja sob a influência preponderante do administrador.

*16. Nesse particular, como bem observado pela doutrina, um primeiro ponto a ser considerado é que a norma em comento “se entrosa com o do art. 134, §1º”, que trata, rigorosamente, da mesma hipótese fática. De acordo com esse último preceito legal, “os administradores da companhia, ou ao menos um deles, e o auditor independente, se houver, deverão estar presentes à assembleia para atender a pedidos de esclarecimentos de acionistas, **mas os administradores não poderão votar, como acionistas ou procuradores, os documentos referidos neste artigo**” (grifou-se).*

*17. Da leitura sistemática desses dispositivos depreende-se que o destinatário da norma de conduta é o administrador, que se encontra proibido de votar tanto em nome próprio como em nome alheio, independentemente da motivação ou do teor do voto. A proibição legal não supõe, necessariamente, que o administrador preencha a condição de acionista, vez que alcança, também, a hipótese na qual ele é representante de outrem.*

Concluindo ao final o Relator que:

25. A diferença entre o voto exercido pessoalmente e aquele manifestado por sociedade unipessoal detida pelo administrador é tão pequena e insignificante que se pode afirmar que ambas as hipóteses constituem infração direta ao comando estabelecido no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76.

*26. Desta feita, parece-me correta a conclusão alcançada pela SEP no sentido de que o Acusado,*

***por intermédio das aludidas sociedades, tenha manifestado sua vontade na deliberação assemblear atinente à aprovação das contas da administração da Companhia.***

Ficou ainda consignado, que o acusado deliberadamente agiu para impedir que os demais acionistas “pudessem apreciar desembaraçadamente o desempenho da administração”, “agindo em causa própria para obter por meios ilícitos a exoneração de sua responsabilidade perante a companhia”, tudo conforme o Voto do Relator.

Ainda conforme o Voto condutor do Relator, Pablo Renteria, podemos apreender que:

22. Também não se está a sustentar que, por força do comando legal, todo acionista pessoa jurídica, de que seja sócio administrador da companhia, esteja impedido de votar na aprovação das contas da administração. Como mencionado acima, *a vedação legal alcança os acionistas nos quais o administrador exerça influência preponderante.*

23. ***É certo que a identificação dessa influência depende da correta valoração das circunstâncias do caso concreto.*** Nesse tocante, o administrador, melhor que ninguém, sabe quais as sociedades que estão sob o seu domínio e, por consequência, se encontra em condições de observar a norma legal. À CVM, por sua vez, compete fiscalizar o seu cumprimento e, **caso identifique indícios de infração, deverá se desincumbir do ônus de comprovar o liame entre o administrador e a sociedade acionista que permite àquele manifestar, por meio desta, a sua vontade.**

Ouseja, ainda que a CVM tenha fixado, neste caso, o entendimento de que a vedação do §1º do art. 115 da Lei S.A, aplica-se ao acionista controlador pessoa jurídica, podemos entender que a interpretação extensiva da vedação ao exercício de voto, dependerá da análise do caso concreto, principalmente para sopesar o grau de influência do administrador sobre a sociedade controladora.

Em outra vertente, embora não esteja explícito no posicionamento da CVM, entendemos que a extensão da vedação prevista no §1º do art. 115, ao exercício de voto do controlador pessoa jurídica, não se dá a priori, tal qual ocorre com o acionista controlador pessoa física. Na hipótese em análise, ousamos interpretar o fato como um conflito de interesse substancial, posto que eventual anulabilidade de voto ou deliberação, dependeria no nosso entendimento de apuração posterior a ocorrência de assembleia geral.

#### **4. CONCLUSÃO**

De todo o exposto, podemos concluir que a extensão ao controlador indireto da vedação de voto prevista no §1º do art. 115 da Lei das S.A., não é matéria unânime na doutrina e tão pouco identificamos entendimento jurisprudencial relevante. Entretanto, identificamos a partir da análise do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/100600 a possibilidade de vedação ao exercício de voto do controlador indireto que também exercer o cargo de administrador na controlada.

Entretanto, entendemos que a extensão da vedação prevista no §1º do art. 115 da Lei das S.A, não é absoluta, nos dizeres de Nelson Eizirik, já citado, como o é no caso do acionista controlador pessoa física.

É nosso posicionamento, que a anulabilidade do voto do controlador indireto, conforme consignado no voto do Relator Pablo Renteria, por aplicação do §1º do art. 115 ao controlador indireto, dependerá de análise do caso concreto, tanto para se apurar a configuração da influência significativa por parte do administrador na

sociedade controladora, capaz de conduzir as deliberações conforme melhor lhe aprouver, quanto para apuração de voto abusivo, ou conflito de interesse substancial em face das matérias deliberadas em assembleia geral, capaz de causar dano ou prejuízo a companhia e aos demais acionistas, ou para a obtenção de benefícios indevidos.

## REFERÊNCIAS

**ASCARELLI**, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Ed. Saraiva, 1945

**BRASIL**. Decreto-Lei nº 2.627 de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da União, 01º de outubro de 1940. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-Lei/Del2627.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del2627.htm)>. Acesso em 07 ago. 2021.

Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispões sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da União, 17 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm)>. Acesso em: 07 ago. 2021.

Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Institui do Código Civil. Diário Oficial da União, 9 fev. 2005 - Edição extra. Disponível em: <[www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/2002/L10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406.htm)>. Acesso em: 07 ago. 2021.

Comissão De Valores Mobiliários – CVM. Sessão De Julgamento Processo Administrativo CVM nº RJ2009/13179 (Reg. Col. nº 7190/2010) Interessado: Tractebel Energia S.A. Diretor-Relator: Alexandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 24 set. 2021

Comissão De Valores Mobiliários – CVM. Sessão De Julgamento Do Processo Administrativo Sancionador CVM nº TA-RJ2002/1153 Acusadas: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI e Fundação SISTEL de Seguridade Social. Diretora-Relatora: Norma Jonssen Parente. Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2002. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/>

sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040624\_PAS\_SP20020197.pdf. Acesso em: 24 set. 2021

Comissão De Valores Mobiliários – CVM. Sessão De Julgamento Do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/100600 Acusadas: Eike Fuhrken Batista. Diretor-Relator: Pablo Renteria. Rio de Janeiro, 10 de novembro de 2015. Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20151110\\_PAS\\_RJ201410060.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20151110_PAS_RJ201410060.pdf). Acesso em: 24 set. 2021

Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.692.803/SP Recorrente: Diana Paolucci S/A Indústria e Comércio; Recorrido Stanislau Ronaldo Paolucci. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília, 22 de maio de 2012. Disponível em: [www.stj.jus.br](http://www.stj.jus.br). Acesso em 12 set. 2021

**CARVALHOSA**, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedade Anônima*, 2º Vol. 4ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2009.

**CORDEIRO**, Antônio Manuel da Rocha e Menezes. *Da boa-fé no Direito Civil*. 6. reimpressão. Lisboa: Almedina, 2007.

**EIZIRIK**, Nelson. *A lei das S/A Comentada*. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

**FERREIRA**, Waldemar. *Tratado de direito Comercial*. Vol. 1. 2ª ed. São Paulo: Editora Freitas Bastos, 1947.

**FRANÇA**, Erasmo Valladão Azevedo Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. São Paulo**: Malheiros, 1993.

*Invalidez das Deliberações de Assembleia das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999.

**GUERREIRO**, José Alexandre Tavares. *Sociedade Anônima: Poder e dominação*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico-Financeiro. N. 53, pp. 72-80, jan.-mar/1984.

**NETO**, Alfredo Sérgio Lazzareschi. *Efeitos da aprovação das contas e das demonstrações financeiras das companhias*, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro, São Paulo: Malheiros, 2010, p. 148.

**PARENTE**, Norma Jonssen. *Mercado de Capitais*. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. In: Coleção Tratado de Direito empresarial. V. 6. Coordenação Modesto Carvalhosa, 2018.

**PIMENTA**. Eduardo Goulart. *Direito societário*. 4ª ed. Belo Horizonte: Ed. Expert Editora Digital, 2020.

**RIBEIRO**, Renato Ventura. *Incorporação de Companhia Controlada*. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009

**SALOMÃO FILHO**, Calixto. *O novo Direito Societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

**SAMPAIO JR.**, Tercio Sampaio. *Introdução ao estudo do direito: técnica, decisão e dominação*. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2001.

**SIMMEL**, Georg. *O conflito como sociação*. (tradução de Mauro Guilherme Pinheiro Koury). RBSE – Revista Brasileira de Sociologia da Emoção, v. 10 n. 30, pp568-573, disponível em: <https://www.cchla.ufpb.br/rbse/index.html>



Eduardo Goulart Pimenta

**O instituto da exclusão  
extrajudicial de sócios e sua  
fundamentação jurídica: para  
além da quebra da *affectio  
societatis***

## **INTRODUÇÃO**

Tema de absoluta relevância no contexto das Sociedades Limitadas, a exclusão de sócio ainda é, apesar da disciplina legal expressa na legislação brasileira, objeto de várias discussões e incertezas, muitas das quais decorrentes da imprecisão conceitual de seus fundamentos.

Neste sentido, o texto aponta a necessidade de superação da ideia de *affectio societatis* como fundamento válido para a aplicação da exclusão de sócio, bem como defende a sua substituição pela ideia de dever de colaboração.

### **1. OS PRINCÍPIOS MAJORITÁRIO E COLEGIADO DAS DELIBERAÇÕES NAS SOCIEDADES LIMITADAS**

As deliberações de sócios em Sociedades Limitadas são tomadas em Assembleias ou Reuniões de sócios, ambas disciplinadas no Código Civil brasileiro (art. 1.072 e seguintes).

Embora institutos similares, Assembleias e Reuniões de Sócios são diferentes quanto a alguns de seus requisitos de validade<sup>2</sup>, sendo, porém, igualmente aplicável, a ambas, a conclusão de que se trata de atos solenes, ou seja, para os quais a forma é essencial à validade.

Ainda sobre a questão da forma aplicável às deliberações de sócios em Sociedade Limitada, tem-se que o Código Civil prevê regras tanto para sua convocação (art. 1.072), quanto instalação (art. 1.074) e

---

1 Doutor e Mestre em Direito Empresarial pela UFMG. Professor de Direito Empresarial na Faculdade de Direito da UFMG e na PUCMINAS. Procurador do Estado de Minas Gerais. Árbitro e Consultor. Membro da Comissão de Direito Societário da OAB/MG.

2 “As reuniões são formas mais simples de encontro dos sócios, podendo seguir as regras que sejam estabelecidas pelos próprios sócios, que, todavia, não podem alterar os quóruns exigidos pela lei para certas deliberações (art. 1.071 c.c art. 1.076 do Código Civil).” (TOMAZETTE. Marlon. Curso de Direito Empresarial. Vol. I. 11<sup>a</sup> edição. São Paulo. Ed. Saraiva. 2020. Pg. 397)

deliberação (art. 1.076), em forma análoga ao que se verifica quanto ao instituto da Assembleia Geral de Acionistas, regulado pela Lei n. 6.404/76 (art. 121 e seguintes).

Sobre este aspecto é fundamental, desde o início, lembrar que as deliberações societárias são tomadas pelos princípios majoritário e colegiado.

O primeiro deles significa que as deliberações dos sócios são aprovadas, independentemente do tipo societário em questão, se houver a adesão da maioria - qualificada, absoluta ou relativa, conforme a matéria<sup>3</sup> - do capital social.

As deliberações com regra unânime de aprovação são extremamente raras na legislação brasileira e dependem de previsão expressa em lei ou contrato, pois, se assim não fosse, haveria, para um ou mais sócios minoritários, o poder de simplesmente bloquear o andamento de decisões, ainda que estas fossem adequadas à vontade da maioria do capital social votante<sup>4</sup>.

Vale também acrescentar, em complemento, que o Código Civil brasileiro, para harmonizar a prevalência da vontade majoritária com o direito dos eventuais sócios minoritários discordantes de deliberação que, por exemplo, altere o contrato social, faculta a estes últimos o exercício do direito de recesso (art. 1.077).

---

3 O art. 1.076 do Código Civil ilustra perfeitamente esta afirmação quando dispõe, sobre as regras para aprovação de matérias em Assembleia ou Reuniões de Sócios em Sociedades Limitadas, quóruns qualificados (três quartos do capital social), majoritários absolutos (mais da metade do capital social) e majoritários relativos (mais da metade do capital social presente na deliberação).

4 “Consagra o Código Civil de 2002, como reiterado, o princípio majoritário, típico da comunhão de interesses, em que a decisão da maioria vincula os demais sócios, sejam os dissidentes, sejam os ausentes ou os abstinentes.” CARVALHOSA. Modesto. Comentários ao Código Civil. Volume 13. Ed. Saraiva. São Paulo. 2003. Pg. 191. No mesmo sentido: “O funcionamento das sociedades por ações [e, também, das Sociedades Limitadas] não prescinde do princípio majoritário: exigir-se o consenso unânime dos acionistas [ou quotistas] seria a imobilização da sociedade. Em verdade – observa D’Othée – toda organização coletiva baseada sobre uma comunidade de interesses recíprocos está obrigada à adoção do regime majoritário para tomada de decisões.” LAMY Filho. Alfredo. BULHÕES PEDREIRA. José Luiz. A Lei das S.A. 2ª edição. Volume 2. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 1996. Pg. 229.

Combina-se, deste modo, o direito da maioria do capital social alterar as regras contratuais da sociedade e, ao mesmo tempo, dá-se à minoria, discordante da modificação nos atos constitutivos, o direito de extinguir, quanto a si mesmos, a relação societária, com a dissolução parcial da sociedade através do exercício do direito de retirada.

É claro que citado princípio majoritário somente se torna efetivo dado o essencial caráter colegiado das deliberações de sócios. Isto significa que, uma vez legalmente aprovada uma determinada deliberação societária, esta vincula igualmente todos os sócios, tenham eles aprovado ou reprovado a matéria, se ausentado ou absterido de votar.

As deliberações de sócios em Sociedades Limitadas são, deste modo, caracterizadas pela pluralidade de votantes (os quotistas), critério de definição da vontade prevalente (princípio majoritário) e vinculação de todos os votantes à decisão aprovada, ainda que tenham discordado de sua aprovação (princípio colegiado).

“Da mesma forma, não havendo exigência de unanimidade, o voto vencido não produz qualquer efeito. Atingida a maioria legal exigida para a deliberação, ela torna-se válida e eficaz, indiferente aos que não compareceram à reunião ou que, a ela presentes dissentiram da matéria aprovada.

*Aliás, não se pode falar em seccionar a deliberação, visto que ela é a expressão da vontade social e, por isso, os sócios, ao votarem, limitam-se a contribuir para a sua formação, que se apresenta de modo unitário e se identifica com a vontade da sociedade, regularmente externada pelo órgão deliberativo a que a lei atribui essa função.”<sup>5</sup>.*

---

5 GONÇALVES NETO. Alfredo de Assis. Direito de Empresa. 3ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2016. Pg. 360). No mesmo sentido: LUCENA. José Waldecy. Das Sociedades Limitadas. 6ª edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2005. Pg. 509/510.

Independentemente de quais sejam as razões que fundamentem o voto, em um ou outro sentido, o que releva, para fins de validade da deliberação, é que o mesmo seja efetivamente contabilizado no exato sentido que livremente manifestado.

São requisitos de forma inerentes à validade da exclusão de sócio com base no art. 1.085 do Código Civil:

A – previsão contratual de possibilidade de exclusão de sócio por “justa causa”.

B – Convocação, instalação e deliberação de Assembleia ou Reunião de sócios específica e devidamente convocada para fins de apreciação da exclusão do sócio.

Ao se analisar o instituto da Reunião de Sócios, é possível perceber que se trata de instituto para o qual a legislação dispensa formalidades de convocação ou instalação. Sendo assim, há liberdade de forma para ambas as formalidades<sup>6</sup>.

Isto se explica porque a Sociedade Limitada é, na grande maioria dos casos, composta por um número relativamente pequeno de quotistas, não se justificando, portanto, a imposição de inderrogáveis regras de convocação<sup>7</sup>.

Tanto é assim que o próprio Código Civil somente admite que a Sociedade Limitada opte pela Reunião de Sócios, em seu contrato social, se for composta por, no máximo, 10 (dez) integrantes.

Ponto fundamental deste requisito é constatar se ao sócio submetido à possibilidade de exclusão foi, com a devida antecedência, dada ciência das acusações que embasavam sua possível exclusão, de

---

6 “Por outro lado, as sociedades que adotarem o mecanismo das reuniões dos sócios para a realização de suas deliberações não precisarão se submeter, obrigatoriamente, às exigências do art. 1.152 do Código Civil no que concerne às formalidades de convocação de seus conclaves”. CUNHA. Amir Achcar Bocayuva. NASCIMENTO. João Pedro Barroso do. As deliberações dos sócios nas sociedades limitadas. ADAMEK. Marcelo Vieira Von. (Coord.) Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Malheiros: São Paulo. 2011. Pg. 71.

7 “Em sociedades dotadas de dois sócios, ou poucos mais, a formalidade das assembleias ou reuniões torna-se desnecessária, pois eles convivem diariamente, e de maneira informal decidem sobre os rumos a serem por elas adotados”. VERÇOSA. Haroldo Malheiros Duclerc. Direito Comercial: Sociedades. 3ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2014. Pg. 169.

forma que fosse possível a ele exercer seu direito de defesa perante os demais sócios.

C – Oportunidade, em Reunião ou Assembleia de sócios, para exercício do direito de defesa, pelo sócio submetido à deliberação de exclusão da sociedade.

D – Aprovação da exclusão por maioria absoluta do capital social e maioria dos demais sócios.

## **2. O PRINCÍPIO DA PRESERVAÇÃO DA EMPRESA COMO FUNDAMENTO PARA A EXCLUSÃO DE SÓCIO QUOTISTA**

É unânime a conclusão de que em torno de qualquer organização empresarial se encontram interesses diversos, muito mais amplos que aqueles dos membros da sociedade titular do empreendimento.

Empregados e prestadores de serviços, fornecedores de matérias-primas e suprimentos em geral, além de clientes/consumidores são exemplos destes núcleos de legítimos interesses tutelados e que, além dos sócios, estão diretamente ligados à empresa.

No Direito Brasileiro, especificamente, o interesse social na moderna empresa privada, dentro de uma Ordem Econômica fundada na Liberdade de Iniciativa (art.170 da Constituição Federal de 1988, caput) é patente, em especial dada a preocupação com a realização dos ditames da Justiça Social (art.170 da Constituição Federal de 1988, caput).

Levados em conta tais relevantes elementos fáticos e jurídicos, deles decorre o chamado princípio da preservação da empresa, concretizado na imposição de determinadas normas ao empresário e àqueles que diretamente estão envolvidos com a empresa e destinadas a possibilitar ao organismo econômico cumprir a demanda social em torno dele, mesmo que a custa do interesse de um ou mais de seus titulares.

Dentre estas normas certamente estão os institutos da dissolução parcial de sociedade<sup>8</sup> e, como espécie desta última, a exclusão de sócio.

*“Tomando como fundamento o princípio da preservação da empresa e argumentando que, diferentemente dos contratos bilaterais, nas relações plurilaterais o término da relação por uma parte não implicava o fim do contrato, os juízes passaram a dissolver parcialmente o vínculo societário e reembolsar apenas a quota do sócio que deixa a sociedade. Assim, caso um quotista falecesse, ou optasse por se retirar, ou fosse expulso, não haveria a necessidade de se encerrar a atividade e desagregar o estabelecimento empresarial, com as demissões e resilições contratuais e a destruição de valor inerente a esse processo.*

*Ao viabilizar a apuração dos haveres do sócio e, ao mesmo tempo, evitar a descontinuidade da sociedade, a dissolução parcial procura superar a crise política e harmonizar os diversos interesses que gravitam em torno da empresa”<sup>9</sup>.*

A exclusão de sócio é a modalidade de dissolução parcial de sociedade caracterizada pela saída compulsória de um de seus integrantes, fundamentada em violação de suas obrigações legais ou contratuais de sócio e formalizada por deliberação dos outros ou decisão judicial.

É válido afirmar, neste sentido, que o instituto da exclusão de sócio configura-se em um dos instrumentos jurídicos adequados a resguardar a existência da pessoa jurídica, do contrato social e da empresa (enquanto atividade economicamente organizada) contra

---

8 BARBI Filho. Celso. Dissolução Parcial de Sociedade. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2010. PIMENTA. Eduardo Goulart. Exclusão e Retirada de Sócios. Ed. Mandamentos. Belo Horizonte. 2004.

9 NUNES. Marcelo Guedes. Dissolução Parcial na Sociedade Limitada. Pg. 225. (in) COELHO. Fábio Ulhôa (Coord.). Tratado de Direito Comercial – Vol. 2. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015.

a ação de um de seus sócios, que, com sua conduta, age em sentido contrário à preservação e expansão da relação jurídica e da atividade econômica exercida.

É também certo afirmar, em contraponto, que a exclusão de sócio, expressamente disciplinada, no que se refere às Sociedades Limitadas, nos artigos. 1.058 e 1.085 do Código Civil, não é mero exercício de poder da maioria do capital, sobre a minoria.

Ao contrário, a exclusão é sanção aplicável ao sócio apenas e tão somente quando este tenha cometido violação de um ou mais seus deveres e com tal gravidade que possa colocar em risco o patrimônio dos demais sócios ou a continuidade da empresa.

Considerada a construção doutrinária e jurisprudencial sobre o instituto da exclusão de sócio, constata-se, portanto, que ela gravita em torno das noções de rescisão contratual por inadimplemento, dos deveres de integralização e colaboração do sócio e, também, do princípio da preservação da empresa.

### **3. O DEVER DE COLABORAÇÃO DOS SÓCIOS NA SOCIEDADE LIMITADA**

Em uma Sociedade Limitada, todos os quotistas têm, em essência, dois grandes deveres, como partícipes do contrato social e da empresa: o dever de integralização e o dever de colaboração.

O primeiro deles refere-se à obrigação de contribuir para a formação do capital social com os valores referentes às suas respectivas quotas (art. 1.052 do Código Civil)<sup>10</sup>.

O dever de colaboração do sócio quotista é, sem dúvida, de mais difícil caracterização, mas, igualmente, é suficiente para fundamentar a sua exclusão da sociedade, como se pode perceber da leitura do art. 1.085 do Código Civil, que se vale da expressão “ato de inegável

---

<sup>10</sup> Vale, porém, lembrar que o art. 1.058 do Código Civil autoriza a exclusão extrajudicial do sócio remisso, em reforço à afirmação de que a exclusão é sanção aplicável ao quotista que viole seus deveres.

gravidade e que ponha em risco a continuidade da empresa” para indicar o possível fundamento da sanção ali prevista.

Em já clássico trabalho sobre o tema, o autor português A. J. Avelãs Nunes afirma: *“Em relação a esta necessidade de colaborar com vista à exploração nos melhores termos económicos da empresa comum, em relação a este dever de colaboração é que deve julgar-se da relevância ou irrelevância da situação ou da conduta pessoal do sócio para efeitos de sua exclusão da sociedade. Quer dizer: só poderão ser justamente excluídos da sociedade aqueles sócios que não satisfazem a essa necessidade de colaborar na empresa comum, que violam esse dever de colaboração que a todos incumbe por força do próprio contrato. Por outras palavras: todos os caso de exclusão se traduzem outros tantos casos de não-cumprimento do fundamental dever de colaboração.”*<sup>11</sup>.

A referência primeira em matéria de dever de colaboração do sócio, em Sociedades Limitadas, costuma ser determinado elemento anímico inerente à constituição das sociedades em geral. Trata-se da chamada *affectio societatis*, expressão que remete à intenção dos sócios de efetivamente contratarem sociedade entre si<sup>12</sup>.

A *affectio societatis* acaba, neste sentido, tomada como fundamento último de existência e bom funcionamento da pessoa jurídica. Ela remete a questões de harmonia, de convivência, de

---

11 AVELÃS NUNES. A. J. O Direito de Exclusão de sócios nas sociedades comerciais. Ed. Almedina. Coimbra. 2002. Pg. 81.

12 João Eunápio Borges ressalta, apoiado em autores como Paul Pic, Jean Kréher e Ripert, dentre outros, que a *affectio societatis* tem conteúdo essencialmente de natureza econômica, baseado na intenção dos sócios, no ato de constituição da sociedade, de cooperar ativamente na realização da obra ou empresa comum. BORGES. João Eunápio. Curso de Direito Comercial Terrestre. Vol. II. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 1959. pg. 19. No mesmo sentido. REQUIÃO. Rubens. Curso de Direito Comercial. Vol. I. 25a edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2003. Pg. 408.

uniformidade de propósitos negociais, métodos de trabalho e prioridades empresariais dos sócios.

Trata-se de elemento de difícil aferição, mas, ao mesmo tempo, de grande relevância para o sucesso do empreendimento societário, pois, especialmente em sociedades de caráter eminentemente familiar e reduzido número de sócios, fica difícil (se não impossível) conceber o empreendimento empresarial prosperando se o convívio entre os sócios for pautado pela inimizade e/ou desarmonia.

Apesar disso, muitas vezes é difícil encontrar o responsável pela quebra da *affectio societatis* entre os integrantes do corpo societário. Da mesma forma, é tarefa árdua tentar, caso a caso, precisar o momento ou a razão pela qual começa a perecer, entre os sócios, a comunhão de interesses presente no momento da constituição da pessoa jurídica e da empresa.

Por isso, muito se discute sobre a admissão ou não da quebra da *affectio societatis* como razão suficiente para amparar a alegação de violação ao dever de colaboração que todo sócio tem em relação à sociedade, embora não sejam poucos os exemplos, na jurisprudência, de acolhida deste elemento como fundamento suficiente para a aplicação da exclusão de sócio<sup>13</sup>.

Diferente – e, sem dúvida, mais grave – é a situação na qual a quebra da harmonia e original comunhão entre os sócios dá lugar a

---

13 “A jurisprudência do STJ reconheceu a possibilidade jurídica da dissolução parcial de sociedade anônima fechada, em que prepondere o liame subjetivo entre os sócios, ao fundamento de quebra da *affectio societatis* (RESP. 1.400.264/RS, Rel. Ministra Nancy Adrigli, Terceira Turma, julgado em 24.10/2017, DJe de 30/10/2017)” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 4ª Turma. AgInt no AREsp 1539920/RS. Data do Julgamento: 18/05/2020. Dje 01/06/2020).

atos ou omissões voluntariamente orientadas para causar prejuízos aos demais sócios, à pessoa jurídica e, por fim, à própria empresa<sup>14</sup>.

A questão deixa o âmbito do sentimento mútuo entre os integrantes da sociedade e passa ao comportamento do sócio, e, principalmente, à constatação de que este comportamento pode resultar em prejuízos ou abalos no funcionamento do empreendimento.

A perda da *affectio societatis* pode, sem dúvida, repercutir sobre os demais legítimos grupos de interesses tutelados pela legislação e, indiretamente, sobre o próprio princípio da preservação da empresa.

Porém, quando a questão salta do âmbito da harmonia, do sentimento, para o comportamento do sócio, afeta diretamente a organização empresarial e coloca aos demais sócios, com o amparo da legislação, o direito de excluir o integrante violador do dever de colaboração, de forma a preservar o próprio organismo empresarial e os vários grupos de legítimos interesses a ele vinculados.

Vale ressaltar que a possibilidade de cometimento de violação ao dever de colaboração não é algo particular ao sócio ou grupo majoritário, capaz de impor sua vontade aos atos da sociedade. Sócios minoritários podem não conseguir impor sua vontade aos rumos do empreendimento, mas sua conduta pode comprometer o sucesso da empresa.

Luis Felipe Spinelli, em sua tese de doutoramento sobre o tema, enumera hipóteses de atos de sócio minoritário que se enquadram como exemplos de condutas extrajudiciais (e não apenas omissões) deliberadamente tomadas em situação de abuso do direito de sócio:

---

14 Este dever de colaboração é relevante não apenas em sociedades limitadas, de nítido caráter familiar, mas também em sociedades anônimas, nas quais “no mínimo existe um dever negativo, ou seja, a abstenção da prática de atos que causem danos à sociedade, ou que possam por em risco o êxito empresarial (...), a doutrina estrangeira tem sustentado que sempre existe um certo dever de cooperação por parte do acionista, mesmo nas grandes sociedades por ações. Trata-se de uma obrigação de não fazer, ou seja, de não criar obstáculos que impeçam ou dificultem a realização dos objetivos sociais, que se equipara a um autêntico dever de fidelidade.” PINTO JR. Mário Engler. Exclusão de acionista. Revista de Direito Mercantil. n° 54. Ed. Revista dos Tribunais, São Paulo, 1983, Pg. 83.

*“ . usurpação de oportunidade negocial da sociedade, com o objetivo de atrapalhar as atividades econômicas da sociedade e/ou obter eventual ganho;  
 . uso de informações sociais de modo abusivo, tais como a divulgação de dados estratégicos ou confidenciais (...) ou a utilização de informações com o escopo de prejudicar a sociedade e/ou obter algum ganho (...);  
 . desvio de recursos do ente coletivo (furto, roubo, uso indevido de bens da sociedade em benefício próprio, etc);  
 . atitudes prejudiciais à imagem (reputação) da pessoa jurídica ou a divulgação de informações desabonadoras da sociedade, com o escopo de prejudicar o ente coletivo e/ou obter algum ganho;  
 . contínuo embaraço dos negócios sociais, com o intuito de impedir o bom andamento da atividade da pessoa jurídica e o exercício da administração e/ou obter alguma vantagem”<sup>15</sup>.*

Tais ações são de ocorrência frequente no cotidiano das companhias norte-americanas, tendo chamado a atenção dos estudiosos, preocupados com a disciplina legal de tal fenômeno.<sup>16</sup> No direito brasileiro, a doutrina corrobora tal percepção e preocupação.<sup>17</sup>

Ainda que se possa, tanto no caso norte americano quanto brasileiro, ter-se por perfeito o abuso do direito de sócio e violação do dever de colaboração por atos extrajudiciais, a questão torna-se efetivamente indiscutível quanto chega ao Judiciário, com a

---

15 SPINELLI. Luis Felipe. A exclusão de sócio por falta grave na sociedade limitada: fundamentos, pressupostos e consequências. Tese. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2014. Pg. 130 a 132.

16 Neste sentido, é de grande interesse o trabalho de Oliver Brandi: BRANDI. Tim Oliver. The strike suit: A common problem of the derivative suit and the shareholder class action. Dickinson Law Review. vol. 98. nº3. 1994.

17 “Strike suits, como já se afirmou, são ações judiciais temerárias ajuizadas por acionistas minoritários (não controladores) contra a companhia, com o objetivo de chantageá-la, ou chantagear o controlador, forçando-os a adquirirem as suas ações por preço superior ao de mercado.” CORRÊA LIMA. Osmar Brina. Curso de Direito Comercial - Sociedade Anônima, ed. Del Rey, Belo Horizonte, 1995, pg. 193

propositura de ações despropositadas e infundadas, muitas vezes baseadas em pretensas violações formais, com o objetivo de obter, para si ou para outrem, vantagens indevidas, como o pagamento de valores de negociação superiores por sua participação societária.

*“O fenômeno é universal, mas teve uma marcante repercussão no direito norte-americano, onde a excessiva facilitação à propositura de ações derivadas pelos sócios (derivative suits) no passado, trouxe, como consequência indesejada, o abuso e a desvirtuação do instituto, que se transformou em fonte de chantagem. (...) na maioria dos casos, as ações do litigante profissional eram revendidas aos administradores ou à própria companhia, por valores bem superiores aos de mercado. As ações derivadas assim propostas tornaram-se conhecidas por strike suits (literalmente, ações de combate) e um dos litigantes profissionais mais famosos foi Clarence Verner, que patrocinou rumorosa e vultosa questão contra a “Continental Securities Company”.<sup>18</sup>*

Casos em que tais, a doutrina admite que a sociedade exija, judicialmente, reparação pelos prejuízos que a conduta abusiva do sócio possa acarretar ao empreendimento, o mesmo se estendendo aos sócios, individualmente considerados, caso o prejuízo recaia sobre cada um deles, na medida em que podem ver comprometido, por exemplo, o seu legítimo direito a negociação, com terceiros, de suas próprias participações societárias.

*“Por fim, o remédio geral: a oposição faltosa pode provocar danos; portanto, a condenação dos sócios minoritários responsáveis desponta como sanção possível, frequentemente aplicada por tribunais estrangeiros (...) Observe-se, porém que, se as vítimas do*

---

18 ADAMEK. Marcelo Vieira Von. Abuso de Minoria em Direito Societário (Abuso das posições subjetivas minoritárias). Tese. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2010. Pg. 174.

*abuso de minoria forem os demais sócios, a sociedade não será nem a devedora nem a credora da respectiva indenização; a sociedade não responde pelo abuso cometido pelos seus sócios e tampouco se torna titular de reparação de danos causados diretamente a eles. Em casos que tais, são os sócios-vítimas que devem em juízo acionar os sócios-abusadores, e não a sociedade”.*<sup>19</sup>.

Outro dado relevante é a possibilidade de retenção dos próprios haveres eventualmente devidos ao sócio excluído como forma de preservação da indenização pelos danos decorrentes da falta, por parte deste último, no cumprimento do seu dever de colaboração.

*“A retenção dos haveres pagos ao sócio excluído é forma de reparação dos prejuízos causados à sociedade. A inexistência de condenação ou valor líquido e certo é obstáculo à retenção. Porém, considerando-se os princípios da exclusão, como a sobreposição dos interesses da sociedade sobre os dos sócios, a possibilidade de exercício pela via extrajudicial para evitar maiores prejuízos à sociedade, em razão da demora da decisão, cabível o direito de retenção por eventuais prejuízos comprovadamente ocasionados à sociedade. Ademais, se a sociedade pode o mais, a exclusão de sócio, deve poder reter os valores.”*<sup>20</sup>.

---

19 ADAMEK. Marcelo Vieira Von. Abuso de Minoria em Direito Societário (Abuso das posições subjetivas minoritárias). Tese. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2010. Pg. 314.

20 RIBEIRO. Renato Ventura. Exclusão de Sócio nas Sociedades Anônimas. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2005. Pg. 315/316. No mesmo sentido: GOMES. Orlando. Exclusão de sócio e arquivamento de alteração contratual. (in) Novas questões de direito civil. 2ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 1988. Pg. 245.

#### 4. APURAÇÃO DE HAVERES DO SÓCIO EXCLUÍDO

A apuração de haveres é fase tipicamente procedimental realizada posteriormente ao rompimento parcial dos vínculos societários - momento essencialmente de direito material - visando a quantificação, realização e entrega da fração do patrimônio social cabível ao sócio que, voluntariamente ou não, está a abandonar a sociedade.<sup>21</sup>

É, portanto, uma série de atos destinados a quantificar, realizar e restituir ao sócio que deixa a sociedade o valor correspondente à sua fração no patrimônio social. Esta série de atos segue-se à dissolução parcial da sociedade, quando, por qualquer dos motivos legalmente admissíveis, há o rompimento do contrato social em relação a um ou alguns dos sócios.

Uma vez resolvido parcialmente o contrato de sociedade, é necessário, como consequência lógica, restituir ao sócio que deixa a pessoa jurídica o valor correspondente à sua fração no patrimônio da sociedade. Para isto é preciso, inicialmente, fixar, em moeda corrente, qual o valor do patrimônio social e, em consequência, da quota do sócio que deixa a sociedade.

É fundamental lembrar que a eventual discussão sobre o critério, valor ou forma de quitação em apuração de haveres aplicável ao sócio excluído em nada se comunica com os requisitos de forma e de mérito referentes à validade de sua exclusão.

Embora sejam institutos conexos, exclusão de sócio e apuração de haveres têm regras próprias e representam diferentes momentos do rompimento parcial da relação societária. A exclusão do sócio é

---

21 "É visto, assim, que o objeto específico da instituição de que nos ocupamos [apuração de haveres] é operar a transmutação do direito patrimonial abstrato de sócio (enquanto jungido ao contrato), convertendo-o normalmente em prestação pecuniária exigível. É forma instrumental que dá corpo e objetividade exterior à situação jurídica preexistente, advinda da ruptura parcial do vínculo societário, possibilitando (conforme seus resultados) a exigibilidade, por parte do sócio ou de quem o substitua, do crédito apurado". ESTRELLA. Hernani. Apuração dos haveres de sócio. 2ª Edição, Editora Forense, Rio de Janeiro, 1992, Pg. 170.

causa da apuração de haveres, mas a validade de um não está atrelada à do outro.

O Código Civil contém um único dispositivo específico sobre o procedimento de apuração de haveres. Trata-se do art. 1.031, que, seja por referência expressa – como nos casos dos art. 1.085 e 1.086 – ou por absoluta inexistência de alternativa legal, é regra aplicável, em se tratando do assunto, para todos os casos de dissolução parcial e apuração de haveres nas sociedades regidas pelo Código Civil<sup>22</sup>.

O Código de Processo Civil de 2015 (Lei n. 13.105/2015), por sua vez, cuidou do que denomina “ação de dissolução parcial de sociedade” em seus artigos 599 a 609, os quais se aplicam a todas as sociedades regidas pelo Código Civil, tanto nos casos de exclusão quanto de recesso ou falecimento de sócio (art. 599, I e II)<sup>23</sup>.

O primeiro elemento a ser salientado, para análise do caso apresentado, no que se refere à apuração dos haveres do sócio excluído, diz respeito à dispositividade que orienta a regulação do tema tanto no Código Civil, quanto no Código de Processo Civil<sup>24</sup>.

Regra geral em matéria de direitos e deveres de sócios quotistas, isto também se verifica no que tange ao procedimento de apuração de haveres, pois tanto o art. 1.031 do Código Civil quanto o Código de

---

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

§ 1º – O capital social sofrerá a correspondente redução, salvo se os demais sócios suprirem o valor da quota.

§ 2º – A quota liquidada será paga em dinheiro, no prazo de noventa dias, a partir da liquidação, salvo acordo, ou estipulação contratual em contrário.

23 O par. 2º do art. 599 do Código de Processo Civil admite ainda que as regras sobre a “ação de dissolução parcial de sociedade” (art. 599 a 609) sejam aplicadas também às companhias fechadas quando demonstrado, por acionista ou grupo titular de cinco por cento ou mais do capital social, que a sociedade não pode preencher o seu fim.

24 “A primeira constatação que se faz é que o primeiro dispositivo a ser analisado é o contrato social. A apuração de haveres deve, primeiramente, obedecer aos critérios preconizados no contrato social”. RIBAS. Roberta de Oliveira e Corvo. Apuração de haveres na sociedade empresária limitada. (in) COELHO. Fábio Ulhôa (Coord.). Tratado de Direito Comercial – Vol. 2. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 260.

Processo Civil (art. 604, II e par. 3º) somente se aplicam em caso de omissão do contrato social sobre o assunto<sup>25</sup>.

Dispositividade significa, em síntese, que o contrato social de Sociedade Limitada tem liberdade para dispor sobre o critério e forma de pagamento de haveres, em caso de dissolução parcial da relação societária.

Salientam doutrina e jurisprudência que o grande objetivo da apuração de haveres é permitir que o sócio receba devidamente sua proporção no patrimônio social, o qual deve ser quantificado por meio eficiente e atualizado.

A discussão sobre a pertinência ou não do Balanço Patrimonial como eficaz instrumento de avaliação do patrimônio da pessoa jurídica é, como quase tudo em matéria de apuração de haveres, essencialmente contábil.

Neste sentido, é pertinente salientar que uma das informações constantes de qualquer Balanço Patrimonial é exatamente a rubrica patrimônio líquido, o qual “representa a diferença entre o ativo e o passivo, ou seja, o valor líquido da empresa”<sup>26</sup>.

Não há que se falar, portanto, em impertinência do Balanço Patrimonial como instrumento destinado, entre outros igualmente possíveis, à fixação do patrimônio líquido da sociedade e, por consequência, dos haveres devidos ao sócio excluído.

Por outro lado, importa ressaltar que a data a ser empregada como critério temporal para cálculo dos haveres devidos é, segundo

---

25 O Código de Processo Civil de 2015 admite mesmo que antes do início da perícia para apuração dos haveres, qualquer das partes possa requerer ao juiz que reveja tanto o critério para realização da apuração quanto a data a ser tomada como momento de resolução parcial da relação societária (art. 607).

26 MARTINS. Eliseu; GELBCKE. Ernesto Rubens; SANTOS. Ariosvaldo dos. IUDÍCIBUS. Sérgio. Manual de Contabilidade Societária. 2ª Edição. Ed. Atlas. São Paulo. Pg.3

o art. 605 do Código de Processo Civil, a da aprovação da exclusão do sócio<sup>27</sup>.

Esta é, portanto, a data tanto do rompimento da relação societária com o sócio excluído quanto da transferência na titularidade de suas quotas. Qualquer eventual negociação posterior, envolvendo tais quotas, não mais diz respeito ao então ex-sócio.

Assim, dada a expressa previsão do art. 605 do Código de Processo Civil, a apuração de haveres terá por referência a situação patrimonial da sociedade na data da Reunião de Sócios que deliberou a exclusão, sendo absolutamente irrelevantes, tanto para benefício da sociedade, quanto do ex-sócio, variações posteriores.

Há, por outro lado, nítida conduta abusiva de ex-sócio quando este se vale de ações judiciais com o objetivo de obter critério mais vantajoso (mas desprovido de fundamento legal ou contratual) para apuração de seus haveres, o que enseja, inclusive, danos indenizáveis tanto aos sócios remanescentes, quanto à pessoa jurídica.

## CONCLUSÃO

A exclusão de sócio é sanção aplicável ao sócio que descumpra um ou mais de seus deveres em relação à sociedade, os quais podem ser identificados, em essência, como a obrigação de contribuir para a formação do capital social e, também, de não comprometer, com seus atos, a efetiva realização do objeto social.

Neste sentido, fundamentar a decisão de exclusão de sócio apenas em elemento de grande subjetividade como a *affectio societatis* torna difícil – se não impossível – a adequada aplicação do instituto, o que causa insegurança tanto para sócios minoritários quanto para grupos majoritários.

---

27 Art. 605. A data da resolução da sociedade será: I - no caso de falecimento do sócio, a do óbito; II - na retirada imotivada, o sexagésimo dia seguinte ao do recebimento, pela sociedade, da notificação do sócio retirante; III - no recesso, o dia do recebimento, pela sociedade, da notificação do sócio dissidente; IV - na retirada por justa causa de sociedade por prazo determinado e na exclusão judicial de sócio, a do trânsito em julgado da decisão que dissolver a sociedade; e V - na exclusão extrajudicial, a data da assembleia ou da reunião de sócios que a tiver deliberado.

## REFERÊNCIAS

ADAMEK. Marcelo Vieira Von. *Abuso de Minoria em Direito Societário (Abuso das posições subjetivas minoritárias)*. Tese. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2010.

AVELÃS NUNES. A. J. *O Direito de Exclusão de sócios nas sociedades comerciais*. Ed. Almedina. Coimbra. 2002.

BARBI Filho. Celso. *Dissolução Parcial de Sociedade*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2010.

BORGES. João Eunápio. *Curso de Direito Comercial Terrestre*. Vol. II. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 1959.

BRANDI. Tim Oliver. The strike suit: A commom problem of the derivative suit and the shareholder class action. *Dickinson Law Review*. vol. 98. n°3. 1994.

CARVALHOSA. Modesto. *Comentários ao Código Civil*. Volume 13. Ed. Saraiva. São Paulo. 2003.

CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *Curso de Direito Comercial - Sociedade Anônima*, ed. Del Rey, Belo Horizonte, 1995.

CUNHA. Amir Achcar Bocayuva. NASCIMENTO. João Pedro Barroso do. As deliberações dos sócios nas sociedades limitadas. ADAMEK. Marcelo Vieira Von. (Coord.) *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. Malheiros: São Paulo. 2011.

ESTRELLA. Hernani. *Apuração dos haveres de sócio*. 2ª Edição, Editora Forense, Rio de Janeiro, 1992,

GOMES. Orlando. Exclusão de sócio e arquivamento de alteração contratual. (in) *Novas questões de direito civil*. 2ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 1988.

GONÇALVES NETO. Alfredo de Assis. *Direito de Empresa*. 3ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2016.

LAMY Filho. Alfredo. BULHÕES PEDREIRA. José Luiz. *A Lei das S.A.* 2ª edição. Volume 2. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 1996.

LUCENA. José Waldecy. *Das Sociedades Limitadas*. 6ª edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2005.

MARTINS. Eliseu; GELBCKE. Ernesto Rubens; SANTOS. Ariosvaldo dos. IUDÍCIBUS. Sérgio. *Manual de Contabilidade Societária*. 2ª Edição. Ed. Atlas. São Paulo.

NUNES. Marcelo Guedes. Dissolução Parcial na Sociedade Limitada. Pg. 225. (in) COELHO. Fábio Ulhôa (Coord.). *Tratado de Direito Comercial – Vol. 2*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015.

PIMENTA. Eduardo Goulart. *Exclusão e Retirada de Sócios*. Ed. Mandamentos. Belo Horizonte. 2004.

PINTO JR. Mário Engler. Exclusão de acionista. *Revista de Direito Mercantil*. nº 54. Ed. Revista dos Tribunais, São Paulo, 1983

REQUIÃO. Rubens. *Curso de Direito Comercial*. Vol. I. 25ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2003.

RIBAS. Roberta de Oliveira e Corvo. Apuração de haveres na sociedade empresária limitada. (in) COELHO. Fábio Ulhôa (Coord.). *Tratado de Direito Comercial – Vol. 2*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 260.

RIBEIRO. Renato Ventura. *Exclusão de Sócio nas Sociedades Anônimas*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2005. Pg. 315/316.

SPINELLI. Luis Felipe. *A exclusão de sócio por falta grave na sociedade limitada: fundamentos, pressupostos e consequências*. Tese. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2014.

TOMAZETTE. Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. Vol. I. 11ª edição. São Paulo. Ed. Saraiva. 2020.

VERÇOSA. Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito Comercial: Sociedades*. 3ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2014.



Fabio Appendino

**Captação de recursos via  
emissão de Cédulas de  
Crédito Bancário – CCBs e  
a dispensa de registro da  
oferta na Comissão de Valores  
Mobiliários - CVM**

Sociedades<sup>2</sup> que atuam nos mais variados segmentos de negócios buscam, com frequência, recursos nos mercados financeiro e de capitais para financiar as suas atividades, seja como dívida, capital ou instrumento híbrido.

Com o intuito de ampliar as possibilidades de captação de recursos pelas sociedades, a emissão de Cédulas de Crédito Bancário – CCBs pode ser um instrumento jurídico interessante para viabilizar a operação.

Neste breve artigo analisamos o enquadramento (ou não) das CCBs como valores mobiliários e a conseqüente (des)necessidade de a oferta de CCBs ser registrada na Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

## **1. OPERAÇÃO**

Em resumo, a operação de emissão de CCBs para financiamento de sociedades pode ser estruturada da seguinte forma:

- i. a sociedade (devedor) emite CCBs em favor de instituição financeira ou entidade autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil (credor original) que, em contrapartida, concede os recursos financeiros à sociedade;
- ii. o credor endossa as CCBs, em preto e sem responsabilidade, a terceiros. Isto é, o endossatário (investidor) é identificado no endosso e o endossante (instituição financeira ou entidade

---

1 Advogado e Sócio de Rolim, Viotti, Goulart, Cardoso Advogados

2 Sociedades anônimas, abertas ou fechadas, ou sociedades limitadas, por exemplo.

- autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil) não responde pela solvência do devedor;<sup>3</sup>
- iii. plataforma online operacionaliza os endossos das CCBs, coleta os recursos dos endossatários e entrega-os à instituição financeira ou entidade autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, reembolsando-a;
  - iv. as condições das CCBs, como prazos, juros, garantias e destinação dos recursos, são previamente disponibilizadas na plataforma online aos terceiros-endossatários que, ao final da operação, se tornam os únicos credores da sociedade-devedora; e
  - v. por vezes, os recursos dos investidores são canalizados diretamente à sociedade-devedora, preservando-se, contudo, as relações jurídicas acima expostas.

## 2. VALORES MOBILIÁRIOS

A Lei 6.385/1976, além de criar a CVM, disciplina a emissão, distribuição, negociação e intermediação de valores mobiliários, incluindo o registro das ofertas públicas.

O artigo 2º da Lei 6.385/1976, em sua redação original, considerava valores mobiliários sujeitos ao regime da referida lei, exclusivamente, (i) as ações, partes beneficiárias e debêntures, os seus cupons, e os bônus de subscrição, (ii) os certificados de depósito de valores mobiliários, e (iii) outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional – CMN.

A Lei 10.198/2001 constituiu um marco regulatório importante para o mercado de capitais porque introduziu, pela primeira vez

---

<sup>3</sup> Há, ainda, a possibilidade de a instituição financeira ou entidade autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil custodiar as CCBs, emitir Certificados de CCB (“3CB”), representando (i) a própria CCB, (ii) o agrupamento de CCBs, ou (iii) frações de CCBs, e endossá-los a terceiros. Na hipótese de emissão de 3CB, a instituição financeira ou entidade autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil permanece responsável pela cobrança do principal e juros e pelo repasse dos respectivos valores aos endossatários.

no ordenamento jurídico brasileiro, um conceito aberto de valor mobiliário, inspirado nas *securities* americanas<sup>4</sup>.

Por sua vez, a Lei 10.303/2001 reformou o artigo 2º da Lei 6.385/1976, o qual, conforme a sua redação em vigor, relaciona certos valores mobiliários, e, reforçando o referido conceito aberto, estabelece, em seu inciso IX, que quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros, quando ofertados publicamente, também são considerados valores mobiliários.

Nesse sentido, o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 introduziu quatro critérios, inspirados no *Howey Test*<sup>5</sup>, para determinar se um título ou contrato é um valor mobiliário, a saber: (i) investimento de recursos em empreendimento coletivo; (ii) confere direito a participação, parceria ou remuneração; (iii) rendimentos decorrem do esforço do empreendedor ou de terceiro, que não o próprio investidor; e (iv) seja ofertado publicamente.

Nos termos do artigo 19 da Lei 6.385/1976, nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem o prévio registro na CVM, ressalvadas as exceções definidas pela própria CVM ou previstas em lei. A CVM, por exemplo, dispensa de registro (i) as ofertas públicas com esforços restritos (Instrução CVM 476/2009), e (ii) as ofertas públicas de ações de propriedade da União, Estados, Distrito Federal e municípios e demais entidades da administração pública, que, cumulativamente, não objetive colocação ao público em geral, e seja realizada em leilão organizado pela bolsa de valores (artigo 5 da Instrução CVM 400/2003).

---

4 “Art. 1o Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

5 Referência ao caso da Suprema Corte dos EUA que fixou os critérios para se determinar se um título ou contrato é ou não um valor mobiliário.

São atos de “oferta” a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, praticados pela sociedade emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas. E a oferta será “pública” quando houver (i) a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público, (ii) a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores, ou (iii) a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.<sup>6</sup>

A lista não é exaustiva e o meio empregado para se atingir o público em geral é irrelevante. Importa a busca de investidores indeterminados, independentemente do meio empregado.

### **3. CÉDULAS DE CRÉDITO BANCÁRIO - CCBs**

O enquadramento das CCBs como valores mobiliários já foi discutido no âmbito da CVM em 2008 no Processo CVM N° RJ2007/11.593. Na ocasião, a CVM entendeu que:

- i. as CCBs seriam consideradas valores mobiliários caso a instituição financeira ou entidade autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil em favor da qual elas fossem emitidas (a) realizasse uma oferta pública de CCBs e (b) excluísse sua responsabilidade quando do endosso dos títulos;
- ii. as CCBs não seriam consideradas valores mobiliários caso a instituição financeira ou entidade autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil em favor da qual elas fossem emitidas (a) não realizasse uma oferta pública de CCBs ou (b) permanecesse responsável pelo adimplemento dos títulos.

---

<sup>6</sup> Artigo 19, §1º e §3º, da Lei 6.385/76.

Vale destacar o seguinte trecho do voto do Relator Marcos Barbosa Pinto, que foi acompanhado por unanimidade pelos demais membros do Colegiado da CVM:

*“3.1 Segundo a definição que consta do art. 26 da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, a CCB “é título de crédito, emitido por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade”.*

*3.2 As CCBs foram criadas com um propósito claro: facilitar a execução e negociação de créditos bancários. Assim como as notas promissórias, as CCBs são títulos de crédito, que podem ser facilmente negociados e executados em juízo. Porém, ao contrário das notas promissórias, cujo conteúdo é bastante restrito pela lei, as CCBs podem conter todas as obrigações normalmente previstas nos contratos bancários.*

3.3 Embora se assemelhem em muitos aspectos a certos valores mobiliários, como a nota comercial e as debêntures, as CCBs não estão cobertas pelos incisos I a VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76, razão pela qual devemos verificar se elas se enquadram no conceito genérico previsto no inciso IX.

3.4 Na minha opinião, as CCBs satisfazem claramente os cinco primeiros requisitos que enumerei no item 2.11 acima, pelas seguintes razões:

*i. ao adquirir uma CCB, o poupador está fazendo um investimento em renda fixa, o que satisfaz o requisito delineado no item 2.11(i) acima;*

ii. o art. 26, caput, da Lei nº 10.931/04 deixa claro que as CCBs são títulos de crédito, atendendo assim o requisito descrito no item 2.11(ii) acima; a este propósito, vale destacar que embora o conceito de “valor mobiliário” não se confunda com o conceito de “título de crédito”, sempre se admitiu que alguns títulos de crédito podem ser valores mobiliários, como é o caso das notas promissórias;

iii. a partir de uma mesma operação de crédito, e ressalvado o disposto no art. 28, § 2º, II, da Lei nº 10.931/04, diversas CCBs com as mesmas características podem ser emitidas e transferidas a pessoas distintas, o que caracteriza o potencial coletivo do investimento nesses títulos e atende o requisito descrito no item 2.11(iii) acima;

iv. as CCBs pagam juros aos seus titulares e estes juros constituem, obviamente, uma remuneração, o que satisfaz o requisito descrito no item 2.11(iv) acima; a propósito, vale lembrar que, segundo nossos precedentes, a palavra “remuneração” empregada no inciso IX deve ser entendida em sentido lato, de forma a cobrir “qualquer investimento que o público faça na expectativa de obter algum rendimento”; e

v. a remuneração paga pelas CCBs tem origem nos esforços do empreendedor e não do investidor, já que este aguarda passivamente o pagamento dos juros incidentes sobre o crédito; também está satisfeito, portanto, o item 2.11(v) acima.

3.5 A grande questão consiste em saber se as emissões de CCBs podem satisfazer o requisito descrito no item 2.11(vi) acima, isto é, se elas podem ser objeto de oferta pública.

3.6 O conceito de “oferta pública” é dado pelo art. 19, §1º e 3º da Lei nº 6.385/76, que foi regulado pelo art. 3º

*da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que assim dispõe:*

Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I – a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II – a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III – a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV – a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral

com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

3.7 Se a instituição financeira procurar vender as CCBs emitidas em seu favor utilizando qualquer dos mecanismos descritos neste dispositivo, tais como preparação de prospecto destinado ao público, envio de correspondência a investidores indeterminados e utilização de publicidade, estaremos diante de uma oferta pública.

3.8 É irrelevante, para este fim, que o ofertante das CCBs não seja seu emissor. A própria Lei nº 6.385/76 já previa esta hipótese no art. 19, §2º, que equipara ao emissor tanto as instituições financeiras que distribuírem valores mobiliários quanto outros investidores que vierem a adquiri-los para colocá-los no mercado.

3.9 A meu ver, também não há nada na Lei nº 10.931/04 que impeça uma oferta pública de CCBs. A este respeito, vale notar que:

*i. o art. 29, §1º, da Lei nº 10.931/04 permite a transferência das CCBs a terceiros que não sejam instituições financeiras;*

*ii. as CCBs são títulos de crédito, o que facilita – e muito – sua venda e negociação no mercado;*

*iii. segundo a Exposição de Motivos da lei que as regula, as CCBs foram criadas também para “facilitar e agilizar a negociação de créditos bancários”.*

3.10 Portanto, não vejo nenhum óbice a que uma instituição financeira faça uma oferta pública de CCBs no mercado, caso em que restarão satisfeitos todos

os requisitos previstos no art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/76.

3.11 Resta saber se as CCBs caem na exceção prevista no inciso II do §1º do art. 2º da Lei 6.385/76: “títulos de responsabilidade de instituição financeira”. Embora as CCBs envolvam sempre instituições financeiras, estas figuram sempre no pólo ativo da relação de crédito, como credoras e não como devedoras. Logo, as instituições financeiras não são “responsáveis” pelas CCBs.

3.12 Ocorre que o art. 29, §1º da Lei nº 10.931/04 diz que as CCBs só podem circular mediante endosso, segundo as regras do direito cambiário, ou seja, segundo o disposto na Lei Uniforme Relativa a Letras de Câmbio e Notas Promissórias. E o art. 15 desta lei prevê que o endossante de um título é, via de regra, responsável pelo seu inadimplemento.

3.13 Todavia, este mesmo dispositivo da Lei Uniforme prevê que o endossante pode excluir sua responsabilidade, desde que esta exclusão conste expressamente do título. Portanto, caso a instituição financeira proceda dessa forma ao endossar as CCBs para terceiros, restará afastada a incidência do art. 2º, §1º, II, da Lei 6.385/76.

3.14 Em síntese, as CCBs serão valores mobiliários caso a instituição financeira em favor das quais elas foram emitidas:

i. realize uma oferta pública de CCBs; e

ii. exclua sua responsabilidade nos títulos.

3.15 A contrário senso, as CCBs não serão valores mobiliários e não estarão sujeitas ao regime imposto pela Lei nº 6.385/76 caso:

i. não sejam objeto de oferta pública; ou

ii. a instituição financeira permaneça responsável pelo seu adimplemento, hipótese em que poderão circular no mercado sem estar sujeitas à regulamentação e fiscalização da CVM, assim como os demais títulos de emissão de instituições financeiras, como os certificados de depósito bancário (“CDBs”).

3.16 Tendo chegado a estas conclusões, passo agora a discorrer sobre o regime jurídico aplicável à oferta e negociação públicas de CCBs.”

A decisão do Colegiado da CVM foi proferida com fundamento no artigo 2º, §1º, inciso II, da Lei 6.385/1976, cuja redação é a mesma desde a prolação da referida decisão:

“Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

(...)

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

I – os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.”

Ocorre que a Medida Provisória 897/2019, que foi convertida na Lei 13.986/2020, introduziu o artigo 45-A na Lei 10.931/2004, com a seguinte decisão:

“Art. 45-A. Para fins do disposto no § 1º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a Cédula de Crédito Bancário, o Certificado de Cédulas de Crédito Bancário e a Cédula de Crédito Imobiliário são títulos cambiais de responsabilidade de

instituição financeira ou de entidade autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, desde que a instituição financeira ou a entidade:

I - seja titular dos direitos de crédito por eles representados;

II - preste garantia às obrigações por eles representadas; ou

III - realize, até a liquidação final dos títulos, o serviço de monitoramento dos fluxos de recursos entre credores e devedores e de eventuais inadimplementos.”

## 4. CONCLUSÃO

Dessa forma, as CCBs, por força do artigo 45-A da Lei 10.931/2004, não serão consideradas valores mobiliários e não estarão sujeitas ao regime da Lei 6.385/1976 caso a instituição financeira ou entidade autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil:

- i. seja titular dos direitos de crédito representados pelas CCBs,
- ii. preste garantia às obrigações representadas pelas CCBs, ou
- iii. realize, até a liquidação final das CCBs, o serviço de monitoramento dos fluxos de recursos entre credores e devedores e de eventuais inadimplementos.

Logo, a oferta de CCBs, mesmo que por intermédio de plataforma online, estará dispensada de registro na CVM caso preencha os requisitos estabelecidos no artigo 45-A da Lei 10.931/2004 acima indicados.

Por outro lado, na hipótese de não serem cumpridos os requisitos previstos no artigo 45-A da Lei 10.931/2004 as CCBs serão consideradas

valores mobiliários e a oferta por meio de plataforma online será considerada pública e estará sujeita a registro prévio na CVM.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Conforme Parecer de Orientação CVM 32/2005:

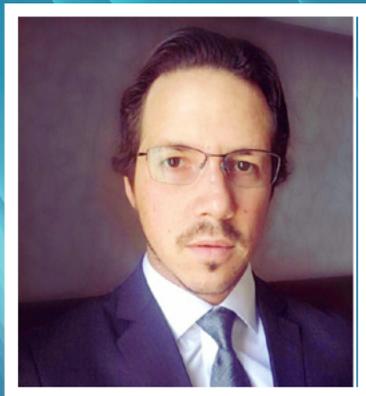
“O uso da Internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza tal oferta, via de regra, como pública, nos termos do inciso III do § 3º do art. 19 da Lei nº 6.385/76, uma vez que a Internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio. Esse entendimento já consta, inclusive, do art. 3º, IV, da Instrução 400/05.

Dessa forma, salvo se medidas preventivas forem tomadas, ou situações especiais forem verificadas, faz-se necessário o prévio registro de tais ofertas perante a Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do caput do artigo 19 da Lei nº 6.385/76. Dentre as medidas preventivas e as situações especiais que podem ser levadas em consideração para a descaracterização da oferta de distribuição de valores mobiliários feita por intermédio da Internet como pública estão as seguintes:

- a. medidas efetivas tomadas pelo patrocinador da página da Internet – information provider – para impedir que o público em geral tenha acesso ao conteúdo da página;
- b. inexistência de divulgação da página ao público pelo patrocinador da página da internet por meio de correio eletrônico não solicitado, em mecanismos de busca, salas de discussão, por propaganda em páginas na Internet ou revistas, etc.; e
- c. existência de indicação direta ou indireta, mas suficientemente clara, de que a página não foi criada para o público em geral.

Não é necessária a coexistência de todos os fatores elencados acima para descaracterizar como pública a oferta de valores mobiliários realizada por intermédio da Internet. Outros fatores, que não os mencionados expressamente acima, podem ser necessários para que se considere a oferta como pública.

A Comissão de Valores Mobiliários apurará a configuração como pública da oferta de valores mobiliários feita por intermédio da Internet, a partir da análise do caso concreto.”



Felipe Fernandes Ribeiro Maia

**A MEDIAÇÃO NAS SOCIEDADES  
ANÔNIMAS: a vinculação  
do acionista à cláusula  
escalonada**



Mariana Horta Petrillo

# **A MEDIAÇÃO NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS: a vinculação do acionista à cláusula escalonada**

*Felipe Fernandes Ribeiro Maia<sup>1</sup>*

*Mariana Horta Petrillo<sup>2</sup>*

**Sumário:** 1. Introdução. 2. O papel do Direito Societário. 2.1. Sua essência instrumental: o Direito a serviço da Economia. 2.2. A evolução do Direito Societário. 3. A S.A. e seus propósitos. 4. Os conflitos em Sociedades e os meios adequados de resolução de conflitos. 4.1. A experiência da arbitragem societária e sua consolidação com o art. 136-A da LSA. 4.2. A mediação e a cláusula escalonada. 4.3. A vinculação dos acionistas à cláusula escalonada. 5. Considerações Finais. 6. Bibliografia.

**Resumo:** O presente artigo aborda o uso da mediação como meio adequado de resolução de conflitos para sociedades empresárias, notadamente, para as sociedades anônimas, bem como a vinculação do acionista à cláusula escalonada estipulada no Estatuto Social da companhia.

**Abstract:** This paper discusses the use of mediation as an appropriate means of conflict resolution (“ADR’s”) for business corporations, particularly for joint stock companies, as well as the shareholder’s agreement to the escalation clause (“combined clause” or “Multi-Tier Clause”) stipulated in the company’s bylaws.

**Palavras-chave:** Sociedade anônima. Pequenas e médias empresas. Companhias. Direito Societário. Mediação. Arbitragem. ADR’s. Cláusula escalonada.

---

1 Doutor e Mestre em Direito Empresarial pela UFMG. Especialista em Direito de Empresa e da Economia pela FGV. Professor da Pós-Graduação Stricto Sensu (Mestrado) da Faculdade de Direito Milton Campos. Professor da Pós-Graduação Lato Senso do IBMEC-MG. Advogado-Sócio de Brito & Maia Advogados. Certificado para Advocacia na Mediação pelo ICFML.

2. Mestre em Direito na Faculdade Milton Campos. MBA em Direito da Economia e da Empresa pela FGV. Mediadora Judicial. Assessora Coordenadora do Serviço de Apoio ao Núcleo Permanente de Métodos Consensuais de Solução de Conflitos e Cidadania-NUPEMEC do Tribunal de Justiça de Minas Gerais.

**Key-words:** Corporation . Small and medium enterprises . Companies. Corporate Law. Mediation. Arbitration. ADR's. Combined Clause (“Multi-tier clause”).

## 1. INTRODUÇÃO<sup>3</sup>

O presente artigo aborda o uso da mediação pelas sociedades anônimas, bem como tenciona perceber se a estrutura societária, nascida e vocacionada, para os grandes negócios empresariais, grandes capitais e grande número de sócios (acionistas), é compatível e adequada à cláusula escalonada obrigatória “Med-Arb”. Ou seja, se existente a cláusula de resolução de disputas nos Estatutos Sociais da Companhia, seja esta “fechada” ou “aberta”, grande ou pequeno negócio, com poucos ou muitos sócios, seria a mediação obrigatória?

O tema, portanto, é de extrema relevância. Segundo estatísticas fornecidas pelo SEBRAE Nacional<sup>4</sup>, até o ano de 2013, existia no Brasil cerca de 6,4 milhões de estabelecimentos, sendo que 99% deles constituídos por micro e pequenas empresas (MPEs), respondendo elas por 16,1 milhões de empregos com carteira assinada no setor privado, o equivalente a 52% da sua totalidade, com a expressiva representação já naquele ano de 25% do PIB Nacional<sup>5</sup>.

Muito embora seja clara a vocação histórica e ontológica da sociedade anônima para os negócios empresariais com grande

---

3 Parte deste presente artigo/capítulo é fruto de um ensaio (manuscrito) não publicado desenvolvido em parceria/coautoria com Ayerton Romano Silva Júnior, no âmbito do Programa de Mestrado em Direito Empresarial da Faculdade de Direito Milton Campos, disciplina Fundamentos do Direito Empresarial, ministrada pelo primeiro autor e cursada pelo segundo/coautor (seções 2 e 3 deste artigo).

4 Disponível em: <<http://www.sebraesp.com.br/index.php/234-uncategorised/institucional/pesquisas-sobre-micro-e-pequenas-empresas-paulistas/micro-e-pequenas-empresas-em-numeros>>. Acesso em 23 mar.2015.

5 Disponível em: <<http://www.jb.com.br/economia/noticias/2013/09/07/micros-e-pequenas-tem-impacto-significativo-na-economia/>>. Acesso em 23 mar.2015.

vulto de capital e dotados de multiplicidade de sócios<sup>6</sup>, sua estrutura societária tem sido a opção de pequenos e médios empresários, o que lhes permitiria, inclusive e fundamentalmente, o acesso ao mercado de capitais<sup>7</sup>.

A reforma da Lei n. 6.404/76 proporcionada pela Lei n. 10.303/2001 contemplou a inclusão expressa da arbitragem como método adequado de solução de disputas societárias nas companhias (art. 109, §3<sup>08</sup>). Naquele momento, ainda ausente a ideia de mediação empresarial no Brasil, nem se cogitava de tanto. Porém, quando da recente alteração propiciada pela Lei n. 13.129, de 2015, que reformou

---

6 É a conclusão que se infere do exame estatístico e qualitativo realizado pela Professora Mariana Pargendler, no estudo “O Direito Societário em Ação: análise empírica e proposições de reforma” (Revista de Direito Bancário e de Mercado de Capitais, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013, n. 59, p. 216-256).

7 Exposição de Motivos n. 196 pelo Ministro da Fazenda (24.06.1976): “4. O projeto visa basicamente a criar a estrutura necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.” O acesso ao mercado de capitais é, recorrentemente, indicado pela doutrina como elemento central da opção pelo tipo societário (sociedade anônima), como se pode perceber também em Sérgio Botrel (BOTREL, Sérgio. Direito societário constitucional: uma proposta de leitura constitucional do Direito Societário. São Paulo: Atlas, 2009, p. 68).

8 “§ 3o O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.” (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

parcialmente a Lei de Arbitragem (Lei n. 9.307/96<sup>9</sup>), deixou de fazer qualquer referência à prática da mediação como método adequado.

Apesar disto, têm-se notícias de recentes disputas de grande monta resolvidas por meio de mediação empresarial (ou, ao menos, se não institucionalmente considerada como tal, por algum meio autocompositivo, com facilitação de terceiro), entre as quais se pode citar o caso “Pão-de-Açúcar” (conflito “Casino”<sup>10</sup>) e o caso “Telemar” (caso “Oi”<sup>11</sup>). Em ambos os casos, tratavam-se de grandes companhias, com envolvimento de inúmeros interessados (sócios, administradores e stakeholders).

Para que a mediação não passe pelas mesmas discussões vivenciadas pela arbitragem até a alteração promovida pela Lei n. 13.129 em 2015, quando do debate sobre a vinculação ou não à cláusula (“arbitrabilidade subjetiva”), é preciso refletir a respeito. Todavia, isto não pode ser feito aleatoriamente. É necessário reavivar o papel das companhias no Direito Societário, para se perceber a real adequação (e, por vezes, conveniência) de a mediação ser (ou não)

---

9 Art. 136-A. A aprovação da inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, observado o quorum do art. 136, obriga a todos os acionistas, assegurado ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 45. (Incluído pela Lei nº 13.129, de 2015)

§ 1o A convenção somente terá eficácia após o decurso do prazo de 30 (trinta) dias, contado da publicação da ata da assembleia geral que a aprovou. (Incluído pela Lei nº 13.129, de 2015)

§ 2o O direito de retirada previsto no caput não será aplicável: (Incluído pela Lei nº 13.129, de 2015)

I - caso a inclusão da convenção de arbitragem no estatuto social represente condição para que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação em segmento de listagem de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado que exija dispersão acionária mínima de 25% (vinte e cinco por cento) das ações de cada espécie ou classe;

II - caso a inclusão da convenção de arbitragem seja efetuada no estatuto social de companhia aberta cujas ações sejam dotadas de liquidez e dispersão no mercado, nos termos das alíneas “a” e “b” do inciso II do art. 137 desta Lei.

10 Disponível em <https://www.valoragregadoconsultores.com.br/negociacao/19-negociacao-colaborativa-como-foi-resolvido-o-conflito-abilio-diniz-x-casino.html>, acesso em 20 set. 2021. Também: <https://tomazsolberg.com.br/mediacao-em-grande-causa/>, acesso em 05 out. 2021. As notícias não são oficiais, porém confirmam a indicação de que teria havido solução autocompositiva facilitada por terceiro neutro.

11 Disponível <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR67782.pdf>, acesso em 20 set. 2021.

método adequado à solução de disputas societárias; não só na teoria, mas também na prática.

## **2. O PAPEL DO DIREITO SOCIETÁRIO**

O Direito Societário é o ramo vinculado ao Direito Empresarial, que tem por finalidade o estudo e compreensão das sociedades empresárias, abordando as questões relacionadas a estas e aos seus sócios, além das demais situações por ventura existentes no âmbito societário.

As perspectivas para compreensão de seu papel passam pelo histórico, bem como sua evolução, e, essencialmente, pelo seu caráter instrumental atribuído pelo Direito em favor da economia.

### **2.1 A ESSÊNCIA INSTRUMENTAL: O DIREITO A SERVIÇO DA ECONOMIA**

Não se tem dúvida da equação Direito e Economia. Também não mais se questiona o dogma de que o Direito Societário se põe a serviço da economia<sup>12</sup>, na medida em que a ordem jurídica é responsável por

---

<sup>12</sup> “É evidente que as instituições legais influenciam o desenvolvimento e, principalmente, o desenvolvimento financeiro, especificamente, o mercado de crédito. Enquanto há mais ou menos consenso sobre isso, não há sobre os demais aspectos do papel do Estado, como formulador do Direito (seja por meio do Poder Executivo, seja por meio do Poder Legislativo).” (SADDI, Jairo. Qual é o melhor sistema jurídico para o mercado de capitais? In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. Direito Societário: desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 215). E é como decorrência da intervenção do Estado na economia, ditando políticas públicas, que o Direito Privado, incluindo o Societário, perfaz-se mais ou menos capaz de contribuir com o desenvolvimento econômico e de se limitar a meio de solução de conflitos (SADDI, Jairo. Qual é o melhor sistema..., p. 216). Mariana Pargendler, no mesmo desiderato, anota: “Nas últimas décadas, no Brasil e no mundo, o direito comercial em geral e o direito societário em particular, têm sido objeto de estudo, reflexão e propostas de reforma por aqueles que atribuem papel fundamental às instituições jurídicas no desenvolvimento econômico e social.” (PARGENDLER, Mariana. O Direito Societário em Ação: análise empírica e proposições de reforma. In: Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 59, 2013, p. 216).

fornecer o aparato normativo para o exercício da atividade econômica organizada, isto é, da empresa. Mas, exatamente, qual é o pa?

Da doutrina norte-americana do Professor da Universidade de Harvard, Robert C. Clark, identifica-se como “características fundamentais das sociedades anônimas a sua personalidade jurídica (i), o limite de responsabilidade de seus membros (ii), a livre transferência de participação societária (iii) e a concentração da administração.”<sup>13</sup>, Os Professores John Armour, Henry Hansmann e Reiner Kraakman, da Universidade de Oxford, Yale Law School e Harvard Law School, respectivamente, ainda adicionam o compartilhamento de propriedade na companhia<sup>14</sup>.

E encerra, concluindo pela existência de tipos societários diferentes como consequência das necessidades de formas diversas de exercício coletivo da atividade empresarial, sendo que a sociedade anônima se dedica (i) aos grandes empreendimentos e com aqueles (ii) que almejem alcançar o mercado de capitais<sup>15</sup>. Sobre isto, contudo, voltaremos a falar adiante.

---

13 “É o que se observa das palavras de Robert Clark: ‘Briefly, what accounts for the corporation’s success as a form of organization are its characteristics and a social environment that makes these characteristics useful. For convenience, I will identify four such characteristics: (1) limited liability for investors; (2) free transferability of investor interests; (3) legal personality (entity-attributable powers, life span, and purpose); and (4) centralized management.’ (CLARK, Robert C. Corporate law. Aspen Law&Business, 1986, p. 2).” (BOTREL, Sérgio. Direito societário constitucional: uma proposta de leitura constitucional do Direito Societário. São Paulo: Atlas, 2009, p. 68, nota de rodapé n. 85).

14 Relatam os autores: “Consider, in this regard, the basic legal characteristics of the business corporation. To anticipate our discussion below, there are five of these characteristics, most of which will be easily recognizable to anyone familiar with business affairs. They are: legal personality, limited liability, transferable shares, delegated management under a board structure, and investor ownership. These characteristics respond—in ways we will explore—to the economic exigencies of the large modern business enterprise. Thus, corporate law everywhere must, of necessity, provide for them.” (The Essential Elements of Corporate Law. Oxford Legal Studies Research Paper No. 20/2009; Yale Law, Economics & Public Policy Research Paper No. 387; Harvard Law and Economics Research Paper No. 643; Harvard Public Law Working Paper No. 09-39; ECGI - Law Working Paper No. 134/2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1436551>, acesso em 07 mar. 2015).

15 PARGENDLER, Mariana. O Direito Societário em Ação: análise empírica e proposições de reforma. In: Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 59, 2013, p. 216-227.

Por hora, é suficiente perceber que o Direito Societário é instrumento de realização da economia<sup>16</sup>, na medida em que cria estruturas heterogêneas para satisfazer as particularidades do exercício da empresa coletiva. Por certo, para cada conjunto de características, haverá um tipo societário mais adequado.

## 2.2 A EVOLUÇÃO DO DIREITO SOCIETÁRIO

Para a melhor compreensão do tema, é importante uma leve incursão histórica, por ser “possível distinguir alguns momentos de inflexão no desenvolvimento do direito societário, assim considerado como uma instituição perene, que se alinha a composição da civilização ocidental capitalista” (WARDE JR, 2013)<sup>17</sup>:

“A evolução do direito societário pode ser tomada por alusão: (i) ao protordireito societário: compropriedade afetada por fins econômicos; (ii) uma fase privatista; (iii) à fase de gestão pública de externalidade: limitações de responsabilidade e privilégios; (iv) ao financiamento massivo da macroempresa societária e o aparecimento do princípio majoritário; (v) à fase publicista e à popularização societária”, como a criação da pequena anônima; (vi) à da de tutela de interesses

---

16 Mariana Pargendler indaga qual a principal função econômica do Direito Societário, isto é, conferir personalidade jurídica e autonomia, bem como limitação de responsabilidade, ou disciplinar o governo interno, para reduzir custos de transação e conflitos de agência: “[...] cumpre indagar: qual seria a função econômica precípua desempenhada pelos tipos societários no direito brasileiro? A atribuição de personalidade jurídica e responsabilidade limitada ou a disciplina das relações internas de modo a reduzir os custos de agência que afligem os empreendimentos coletivos? Seriam estas funções bem atendidas? Qual a preferência revelada dos empresários brasileiros relativamente à utilização dos tipos societários previstos no Código Civil?” (*Op. cit.*, p. 227).

17 FAZZIO JÚNIOR, Waldo. Manual de direito comercial-4.ed.-São Paulo:Atlas, 2004, p.24.

trans-societários; e (vii) à fase de regulação de mercados.” (WARDE JR, 2013)<sup>18</sup>

A origem do direito societário se deu na Roma antiga, através do “protodireito societário”, com a afetação da copropriedade por fins econômicos, inicialmente pelo condomínio acidental entre herdeiros do mesmo bem, e a posterior de maneira proposital entre as partes, que começaram conjuntamente a buscar pela comunhão dos resultados, criando o fenômeno societário.

Na fase privatista, em plena idade média, a revivência do comércio e a predominância dos interesses particulares resultaram na criação de novas formas societárias, com a limitação da responsabilidade dos sócios e a invenção da sociedade por ações, como facilitadora do exercício da macroempresa.

Ainda na idade média, na sua parte final, o direito societário evoluiu para a sua terceira fase, da “gestão pública de externalidades”, que perdurou até meados do séc. XIX e teve como característica predominante a limitação de responsabilidades e privilégios dos agentes privados. O Estado passa a exercer controle absoluto sobre as sociedades por ações, permitindo a sua criação somente por autorização mediante lei ou decreto governamental, preocupado com o sistema da democracia acionária, onde prevalecia um voto por cabeça. Período marcado pela predominância do interesse público no exercício privado de atividades estratégicas, dentre elas as societárias.

Em seguida, na segunda metade do séc XIX, surge “o financiamento massivo da macroempresa societária e o aparecimento do princípio majoritário”, quando deixou de depender as sociedades exclusivamente do financiamento eminentemente privado e recorreu aos investimentos do público anônimo, causando maior complexidade nas relações societárias. Surge o conflito de agências, em razão do confronto de interesses entre os acionistas de uma empresa e os seus gestores.

---

<sup>18</sup> FAZZIO JÚNIOR, Waldo. Manual de direito comercial-4.ed.-São Paulo:Atlas, 2004, p.25.

Somente na etapa seguinte, ao final do séc. XIX, o direito societário contemplaria os pequenos e médios negócios. Na fase “publicista”, cria-se a sociedade limitada (Alemanha, 1892) – apelada de “pequena anônima”, para facilitar a entrada e permanência de novos operadores de mercado.

Em continuidade, veio a fase da “tutela de interesses trans societários”, que perdurou até a metade do séc. XX, marcada pelo surgimento do nacionalismo e dos regimes totalitários. Houve, além da popularidade alcançada pelas sociedades limitadas, nova oportunidade de intervenção econômica, prevalecendo a disciplina estatal sobre as empresas societárias.

Até chegarmos aos dias de hoje, quando o Estado assume o papel de agente de mercado, agindo como disciplinador das questões nas quais há conflitos entre os interesses público e privado. Na atual fase, chamada de “regulação dos mercados”, o direito societário é majoritariamente privatista, ensejando intervenções do poder público apenas quando necessário, servindo as diretrizes estatais para uniformizar os interesses sociais aos interesses privados.

Em todos estes períodos, o Direito Societário foi adequado aos interesses da sociedade da época e transformado de acordo com os hábitos e costumes comerciais de cada momento, levando a natural evolução do instituto.

### **3. A S.A. E SEUS PROPÓSITOS**

A sociedade anônima ou companhia é pessoa jurídica de direito privado empresária por força da lei, regida por um estatuto e identificada por uma denominação, criada com o objetivo de auferir lucro mediante o exercício da empresa, cujo capital é dividido em frações transmissíveis, composta por sócios de responsabilidade limitada ao preço das ações subscritas<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> FAZZIO JÚNIOR, Waldo. Manual de direito comercial-4.ed.-São Paulo:Atlas, 2004, p.233.

De forma semelhante, o Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima se manifesta:

“O art 1º define como características da companhia a divisão do capital em ações e a limitação da responsabilidade dos sócios ao preço da emissão das ações subscritas ou adquiridas. O preço, que fixa o limite de responsabilidade do acionista, é aquele pelo qual a ação é subscrita na constituição da sociedade, ou quando esta promove um aumento de capital por subscrição de novas ações. A expressão “anônima” liga-se também ao fato de que a companhia, potencialmente congrega uma coletividade indefinida de sócios, cujo o número pode atingir a cifra dos milhares ou milhões. Nesse quadro social de intensa e incontrolável rotatividade, será praticamente impossível constatar, em determinado momento, e com precisão, os nomes de todos os acionistas. Quem é acionista agora, pode não sê-lo no instante seguinte. Para isso, basta que aliene suas ações a outra pessoa, em bolsa ou fora dela, em operação que refoge inteiramente ao controle ou interveniência da companhia.”<sup>20</sup>

Sendo assim, podem ser apontadas como características (e, também, como vantagens) da sociedade anônima a limitação da responsabilidade dos acionistas ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, ficando somente a companhia responsável perante terceiros pelas obrigações da empresa; a mobilidade de circulação dos títulos mobiliários, permitida a livre negociação das ações pelos sócios acionistas, sem afetar a estrutura da sociedade e a dispensa de afinidade entre os sócios, prevalecendo o acúmulo de capital.

---

20 CORREIA LIMA, Osmar Brina. Sociedade Anônima. 3. Ed. Ver e atual. Belo Horizonte. Del Rey, 2005. 476 p 06.

Outra justificativa para a opção pela constituição da sociedade anônima é a possibilidade de arrecadar recursos perante terceiros, através da negociação dos títulos via mercado de capitais, evitando a busca por vias mais onerosas, como o empréstimo em instituições bancárias.

O estudo empírico empreendido por Mariana Pargendler leva, ainda, a uma última conclusão importante: as sociedades anônimas constituem a opção adequada para governar interesses de grande número de sócios<sup>21</sup>.

Fica registrada, por último, a essência das S/A's segundo Georges Ripert, que a identificava como “máquina jurídica a serviço do capitalismo”, sendo um “instrumento maravilhoso [criado pelo

---

21 A conclusão é extraída da verificação empreendida acerca das sociedades limitadas. A Professora da FGV-SP conclui que “o arquétipo da sociedade limitada no Brasil tem dois sócios. Nada menos que 80% das sociedades da amostra apresentam esta configuração.” E prossegue: “Verifica-se que 59,5% das sociedades [refere-se às limitadas] da amostra tem um sócio absolutamente dominante, com 90% ou mais das ações [na verdade, seriam quotas] e, 33,8% destas, tem um sócio com 99% ou mais das ações [quotas].” Isto permite concluir (e a autora o faz) que a responsabilidade limitada é o principal determinante da escolha pelo tipo societário Limitada, visto que “expressiva parcela das sociedades limitadas da amostra são, do ponto de vista funcional, sociedades unipessoais na qual a pluralidade serve primordialmente para satisfazer a exigência legal mínima de dois sócios.” (PARGENDLER, Mariana. O Direito Societário em Ação: análise empírica e proposições de reforma. In: Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 59, 2013, p. 232-233). Além disso, ainda afasta a tentativa de Sylvio Marcondes (responsável pelo Livro Direito de Empresa na Lei n. 10.406/2002 – Código Civil) de “abrir campo para muitas sociedades limitadas, atualmente anônimas, com número médio de 30, 40, 50 sócios.” (*Op. cit.*, p. 235). A amostra analisada sugeriu “não ter vingado o objetivo de consolidar a limitada como tipo jurídico atraente para empresas com elevado número de sócios.” (*Op. cit.*, p. 236). Considerada a amostra, apenas 8% (oito por cento) das Limitadas tinham 03 (três) sócios; 3% (três por cento) tinham 04 (quatro) sócios; 1,5% (um e meio por cento) tinham 05 (cinco) sócios; 0,5% (meio por cento) tinha 06 (seis) sócios e 0,5% (meio por cento), portanto, uma única sociedade, tinha 08 (oito) sócios. Nesta amostra de 200 (duzentas) sociedades, não foi encontrada nenhuma sociedade com mais de oito sócios e na amostra de 53 (cinquenta e três) sociedades com capital social acima de um bilhão de reais, apenas uma sociedade limitada superava 10 (dez) sócios. E finaliza: “As sociedades com largo número de sócios continuam a valer-se da sociedade anônima, forma jurídica obrigatória para todas as empresas de capital no Brasil.” (p. 238).

capitalismo moderno] para captar recursos com vistas à fundação e à exploração da empresa.”<sup>22</sup>

#### **4. OS CONFLITOS EM SOCIEDADES E OS MEIOS ADEQUADOS DE RESOLUÇÃO DE CONFLITOS.**

Nas lições de Douglas H. Yarn (1999, p. 113), define-se conflito como um processo ou estado em que duas ou mais pessoas divergem em razão das metas, interesses ou objetivos individuais percebidos como mutuamente incompatíveis. No dicionário brasileiro Michaelis<sup>23</sup> (sem data, sem p.), o conflito é tido como a falta de entendimento grave ou oposição violenta entre duas ou mais partes; discussão veemente ou acalorada, altercação; encontro de coisas que se opõem ou divergem, dentre outros.

Para Idalberto Chiavenato<sup>24</sup> (2008, p. 455), os conflitos empresariais vão além das diferenças de objetivos e interesses entre os envolvidos, sendo necessária uma interferência real de uma das partes. Segundo o autor (CHIAVENATO, 2008, p. 455)<sup>25</sup>:

O conflito existe quando uma das partes-seja indivíduo ou grupo- tenta alcançar seus próprios objetivos interligados com alguma outra parte, a qual interfere na sua busca de atingir os objetivos. A busca pode ser ativa (mediante ação para provocar obstáculos, bloqueios ou impedimentos) ou passiva (mediante omissão).

---

22 RIPERT, Georges. Aspects juridiques..., ob. cit., p. 109, apud BOTREL, Sérgio. Direito societário constitucional: uma proposta de leitura constitucional do Direito Societário. São Paulo: Atlas, 2009, p. 74.

23 Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/conflito/>.

24 Disponível em: [https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=5XUALBIDdQwC&oi=fnd&pg=PA1&dq=chiavenato&ots=5xJX3f9XNK&sig=HX8\\_6nlR5vYWFFLnAFxm63KL0IA#v=onepage&q=conflito%20intragrupal&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=5XUALBIDdQwC&oi=fnd&pg=PA1&dq=chiavenato&ots=5xJX3f9XNK&sig=HX8_6nlR5vYWFFLnAFxm63KL0IA#v=onepage&q=conflito%20intragrupal&f=false).

25 Disponível em: [https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=5XUALBIDdQwC&oi=fnd&pg=PA1&dq=ch-iavenato&ots=5xJX3f9XNK&sig=HX8\\_6nlR5vYWFFLnAFxm63KL0IA#v=onepage&q=conflito%20intragrupal&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=5XUALBIDdQwC&oi=fnd&pg=PA1&dq=ch-iavenato&ots=5xJX3f9XNK&sig=HX8_6nlR5vYWFFLnAFxm63KL0IA#v=onepage&q=conflito%20intragrupal&f=false).

Menciona Scott Elmes McIntyre<sup>26</sup> (2007, p. 295-305) que a eficiência de uma equipe, dentro de uma empresa, não depende apenas dos desempenhos individuais, mas principalmente da forma como convivem e são capazes de tolerar as divergências de pensamento. Prossegue afirmando que o conflito que existe no local de trabalho não é um fato desconhecido, porém é assunto que não se assume e não se trata com facilidade. Muitas organizações não querem admitir, a bem da verdade, a existência do conflito e o veem negativamente (p. 295-305)<sup>27</sup>:

Na seara empresarial, como bem elucidada Soraya Vieira Nunes (2019, p. 277), é possível identificar conflitos externos entre a equipe, quais sejam: (i) interpessoais; (ii) intragrupal, no grupo de trabalho do mesmo setor; (iii) intergrupual, entre os setores ou áreas diversas; (iv) intraorganizacional, entre as hierarquias superiores de decisão da empresa; e, ainda (v) intraorganizacional, alcançando outras empresas ou mesmo clientes.

Acrescenta Frederico Viana Rodrigues (2018, p. 34) que “no mundo corporativo são comuns as situações que envolvem a convergência de forças em sentidos opostos”, em decorrência de valores positivos ou negativos. Desta forma, continua o autor, a tensão entre essas percepções individuais e as do grupo podem desencadear conflitos societários.

O litígio nem sempre é um ponto negativo, muitas vezes ele surge e propicia o crescimento dos envolvidos mesmo na estrutura organizacional. É o que aduz Rosane Rodrigues (2019, p. 54): “o conflito é inerente à condição humana e, desse modo, já que não há

---

26 Disponível em: <http://publicacoes.ispa.pt/index.php/ap/article/view/447/pdf>.

27 Que o conflito existe no local do trabalho não é um facto desconhecido, mas é assunto que não é assumido com facilidade. Muitas vezes as organizações têm vergonha em admitir que o conflito existe no seio das suas instalações; acham que a existência de conflito representa uma falha da sua parte, uma relativa “perda de controlo” sobre os seus empregados, sendo indicador que a organização não está a funcionar bem. (...). Assim, muitas organizações não querem admitir a existência de conflito sendo este visto como uma situação negativa. (Fonte: <http://publicacoes.ispa.pt/index.php/ap/article/view/447/pdf>).

como evita-lo, ao menos existe a possibilidade de lidar melhor, mais eficazmente com ele.”

Os embates podem gerar efeitos negativos tanto financeiros, como na produtividade, mas também podem empoderar as partes e fortalecer a relação entre elas. Ao mesmo tempo que geram consequências danosas à manutenção e existência da atividade empresarial é importante perceber que o conflito igualmente pode gerar “oportunidades de mudança e melhoria organizacional, utilizando métodos adequados para solução que possa gerar ganhos mútuos e continuidade das relações” (NUNES, 2019, p. 278).

Há de se destacar os efeitos positivos do conflito, dentre os quais, nos dizeres de Chiavenato<sup>28</sup> (2008, p.180), poder “despertar” sentimentos e energia na equipe capazes de soluções mais criativas e inovadoras no grupo envolvido, “revelar” sentimento de coesão e identidade no grupo, fazendo com que o embate seja identificado e corrigido precocemente, de maneira a prevenir a ocorrência de outros mais graves. De acordo com o autor, os conflitos podem trazer aumento da produtividade ao perceberem que todos podem ganhar com aquela solução<sup>29</sup>.

Por outro lado, Chiavenato<sup>30</sup> (2008, p.232) enumera os aspectos mais negativos do litígio como aquele relacionado à criação de um ambiente hostil, tenso e destrutivo na medida em que as pessoas ficam frustradas com a não resolução do problema. Ressalta que o esforço para lidar com o conflito esgota a “energia” necessária para a boa execução do trabalho. A falta de conhecimento para lidar com o conflito influencia no bom funcionamento da organização e atua negativamente nos relacionamentos entre as pessoas e grupos dentro

---

28 Disponível em: [https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=5XUALBIDdQwC&oi=fnd&pg=PA1&dq=chiav-enato&ots=5xJX3f9XNK&sig=HX8\\_6nlR5vYWFFLnAFxm63KL0IA#v=onepage&q=conflito%20intragrupal&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=5XUALBIDdQwC&oi=fnd&pg=PA1&dq=chiav-enato&ots=5xJX3f9XNK&sig=HX8_6nlR5vYWFFLnAFxm63KL0IA#v=onepage&q=conflito%20intragrupal&f=false).

29 Disponível em: [https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=5XUALBIDdQwC&oi=fnd&pg=PA1&dq=chiavenato&ots=5xJX3f9XNK&sig=HX8\\_6nlR5vYWFFLnAFxm63KL0IA#v=onepage&q=conflito%20intragrupal&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=5XUALBIDdQwC&oi=fnd&pg=PA1&dq=chiavenato&ots=5xJX3f9XNK&sig=HX8_6nlR5vYWFFLnAFxm63KL0IA#v=onepage&q=conflito%20intragrupal&f=false).

30 Disponível em: [https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=5XUALBIDdQwC&oi=fnd&pg=PA1&dq=chiavenato&ots=5xJX3f9XNK&sig=HX8\\_6nlR5vYWFFLnAFxm63KL0IA#v=onepage&q=conflito%20intragrupal&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=5XUALBIDdQwC&oi=fnd&pg=PA1&dq=chiavenato&ots=5xJX3f9XNK&sig=HX8_6nlR5vYWFFLnAFxm63KL0IA#v=onepage&q=conflito%20intragrupal&f=false).

do ambiente empresarial. Fato é que “não existem empresas imunes a conflitos internos”<sup>31</sup>.

Fica claro que, o que faz uma empresa ser próspera não é a falta de conflitos, existente em todas elas, mas a rapidez e adequação com que são resolvidos (2007, p. 233).<sup>32</sup>

Conforme bem pontuado no Manual de Mediação Judicial do CNJ, “a possibilidade de se perceber o conflito de forma positiva consiste em uma das principais alterações da chamada moderna teoria do conflito” (AZEVEDO, 2013, p. 41). Verifica-se ainda que, “a partir do momento em que se percebe o conflito como um fenômeno natural na relação de quaisquer seres vivos é que é possível se perceber o conflito de forma positiva” (AZEVEDO, 2013, p. 41).

Há certos campos do direito, incluído o direito societário, nos quais o tradicional processo litigioso em juízo pode não ser o melhor caminho para a solução dos litígios existentes, segundo bem destaca Laux (2018, p. 39). Com a utilização dos métodos adequados de solução de conflitos, o mediador ou o árbitro deve atuar de maneira positiva no litígio, demonstrando para as partes envolvidas um crescimento pessoal, profissional e organizacional.

Convém mencionar que o tratamento adequado de conflito empresarial, mesmo que não resulte em um acordo, pode proporcionar outras vantagens às partes envolvidas como uma melhor compreensão da disputa e facilitação da comunicação entre elas, auxiliando, inclusive, em posterior arbitragem ou processo judicial, se for preciso.

---

31 Disponível em: [https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=0j1NJ69Zm0kC&oi=fnd&pg=PA1&dq=Chiavenato,&ots=HTQPPkLS-P&sig=I\\_fcWo9KFMWlzzGI0dUXngGDojQ#v=onepage&q=-conflitos&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=0j1NJ69Zm0kC&oi=fnd&pg=PA1&dq=Chiavenato,&ots=HTQPPkLS-P&sig=I_fcWo9KFMWlzzGI0dUXngGDojQ#v=onepage&q=-conflitos&f=false).

32 Disponível em: [https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=0j1NJ69Zm0kC&oi=fnd&pg=PA1&dq=Chiavenato,&ots=-HTQPPkLS-P&sig=I\\_fcWo9KFMWlzzGI0dUXngGDojQ#v=onepage&q=conflitos&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=0j1NJ69Zm0kC&oi=fnd&pg=PA1&dq=Chiavenato,&ots=-HTQPPkLS-P&sig=I_fcWo9KFMWlzzGI0dUXngGDojQ#v=onepage&q=conflitos&f=false).

A resolução das controvérsias por meio da mediação<sup>33</sup> ou da arbitragem pode contribuir para a liberação gradativa de provisões contábeis (contingências ou provisões), além de, como pontua Melo<sup>34</sup> (2018, p. 207), “uma drástica redução de custos para resolução de conflitos seja pela maior celeridade na resolução das disputas e via de consequência, economia de tempo; seja pela redução os cursos diretos e indiretos envolvidos”.

O CPC/2015 (Código de Processo Civil), em vigor desde 2016, trouxe a obrigatoriedade da realização de audiência prévia de conciliação ou mediação em seu art. 334<sup>35</sup>. Sem dúvida esta imposição contribui para a evolução, mas, para além disso, é uma direção no sentido de uma mudança cultural, de paradigmas; o que demanda tempo para a implementação e eficácia plenas (“cultura da paz”, proposta por Kazuo Watanabe<sup>36</sup>).

---

33 Segundo bem asseveram Vânia Cristina Travassos Lopes Borcem, Kaique Campos Duarte e Gustavo Brandão Koury Maues (2021, p. 1355-1385), a autocomposição pode ser direita, quando as partes envolvidas negociam diretamente entre si em busca da solução do conflito, ou mediada, quando um terceiro, sem qualquer relação com as partes, participa auxiliando-as de forma neutra e imparcial em busca da composição. Nesse sistema estão inseridas a conciliação e a mediação. A heterocomposição, continuam os autores retromencionados, difere-se da anterior na medida em que o terceiro atua com poderes decisórios, e não apenas assessorando as partes. O judiciário, ao proferir uma decisão, o faz mediante meios heterocompositivos, assim como ocorre no instituto da arbitragem (BORCEM; DUARTE; MAUES, 2021, p. 1355-1385). (Disponível em [https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2021/1/2021\\_01\\_1355\\_1385.pdf](https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2021/1/2021_01_1355_1385.pdf)).

34 Disponível em: [https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=b11DwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA192&dq=modalidades+de+media%C3%A7%C3%A3o+empresarial&ots=d58\\_ymd-6V&sig=LWQoPlBQOyPIAxMkEIEBJDPyZJM--#v=onepage&q=modalidades%20de%20media%C3%A7%C3%A3o%20empresarial&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=b11DwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA192&dq=modalidades+de+media%C3%A7%C3%A3o+empresarial&ots=d58_ymd-6V&sig=LWQoPlBQOyPIAxMkEIEBJDPyZJM--#v=onepage&q=modalidades%20de%20media%C3%A7%C3%A3o%20empresarial&f=false).

35 Art. 334. Se a petição inicial preencher os requisitos essenciais e não for o caso de improcedência liminar do pedido, o juiz designará audiência de conciliação ou de mediação com antecedência mínima de 30 (trinta) dias, devendo ser citado o réu com pelo menos 20 (vinte) dias de antecedência.

36 “A mentalidade forjada nas academias, e fortalecida na práxis forense, que é aquela já mencionada de solução adjudicada autoritariamente pelo juiz, por meio de sentença, mentalidade essa agravada pela sobrecarga excessiva de serviços que têm os magistrados, vem fazendo com que os dispositivos processuais citados sejam pouco utilizados.” (Disponível em: [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3079662/mod\\_resource/content/1/1.1.%20Kazuo%20-%20Cultura%20da%20sentenca%20e%20da%20pacificao.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3079662/mod_resource/content/1/1.1.%20Kazuo%20-%20Cultura%20da%20sentenca%20e%20da%20pacificao.pdf)).

Essa cultura da sentença aliada à morosidade da prestação jurisdicional deve ser substituída pela cultura de pacificação, com a mudança de comportamento pelos tribunais, pelas faculdades, pela advocacia, enfim, por todos os profissionais de direito eventualmente ligados à resolução dos conflitos.

No que tange a esfera empresarial, a solução de conflitos através dos métodos adequados também traz benefícios que não devem ser desprezados. A resolução do embate administrado de modo construtivo com profissionais qualificados pode ser oportunidade para o resgate da comunicação e confiança entre os envolvidos, podendo ainda fazer a diferença entre a prosperidade e o fim de uma sociedade. O conflito, sabidamente, corrói a unidade empresarial, retira-lhe valor e leva ou à descapitalização, via dissolução parcial ou total, ou mesmo à liquidação precipitada de participações societárias.

A mediação, conforme art. 3º da Lei n. 13.140, de 2015, pode ser método adequado à solução de conflitos que versem sobre direitos disponíveis ou sobre direitos disponíveis indisponíveis que admitam transação<sup>37</sup>. Em matéria societária, como se sabe, os direitos em questão (sejam de ordem política, de fiscalização, de participação, entre

---

37 “Art. 3º Pode ser objeto de mediação o conflito que verse sobre direitos disponíveis ou sobre direitos indisponíveis que admitam transação.”

outros) são tipicamente patrimoniais<sup>38</sup>. Os conflitos mais comumente observados, quais sejam, responsabilidade de administradores e/ou de controladores, impugnações às convocações, deliberações e votos; e, por último, as atinentes à dissolução, alienação de participações ou apurações de haveres, são amplamente patrimoniais e, portanto, disponíveis, ou seja, transacionáveis/mediáveis.

Em sendo método de resolução teoricamente possível (e com características inegavelmente favoráveis ao conflito societário, entre elas, a rapidez, baixo custo, a autonomia da vontade e o sigilo)<sup>39</sup>, deve ser considerada pelas companhias, com inclusão, neste caso, da respectiva cláusula “med-arb” em seus Estatutos Sociais.

É sabido, porém, que as cláusulas compromissórias de arbitragem ou de mediação podem ser estabelecidas nos instrumentos constitutivos da sociedade, contrato social ou estatutos, em sua alteração posterior ou mesmo em documento em separado, também chamado de pacto parassocial (inclusive, Acordos de Acionistas).

Inexistindo, porém, referência expressa à mediação na Lei n. 6.404/76, estaria a mediação sujeita aos mesmos desafios (relativamente a sua vinculação ou extensão subjetiva).outrora

---

38 É esta a conclusão a que chega Daniel Bento, ao investigar tal tema sob o prisma da arbitrabilidade objetiva em sua dissertação de mestrado: “Em síntese, sustentam-se as seguintes premissas e conclusões:

(1) A arbitragem é forma jurisdicional de solução de conflitos, que tem como fundamento o consentimento dos litigantes; (...); (6) todo o sistema jurídico das sociedades está alicerçado em fundamento patrimonial e de repartição de sociedades; (...); (8) O núcleo material das obrigações e deveres dos sócios está ligado à essência do contrato de sociedade, ou seja, a contribuição de bens e serviços com vistas a partilha de resultados; (9) Do mesmo modo, o conteúdo dos direitos essenciais dos sócios decorre da concepção do contrato de sociedade prevista no art. 981 do Código Civil; (10) Os direitos de fiscalização e de informação são instrumentos aos direitos dos sócios de participação nos resultados sociais; (11) A relação entre administradores e sociedades também é de natureza patrimonial e voluntária; (12) Partindo-se do conteúdo de cada litígio societário, a conclusão não poderia ser outra que não a arbitrabilidade desses; e (13) Existe a chamada ordem pública societária, atuando essa como um limite à discricionariedade dos árbitros quando da prolação das decisões e não como inibidora da solução, pela arbitragem, de conflitos societários.” (BENTO, Daniel Freitas Drumond. A arbitrabilidade objetiva dos conflitos societários. Dissertação [Mestrado] – Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Direito. 2018, 133p., p. 113-114).

39 Fonte <https://www.migalhas.com.br/depeso/269610/as-vantagens-da-mediacao-privada>, acesso em 05 out. 2021.

enfrentados pela arbitragem (até a Lei n. 13.129/2015)? Será a cláusula estatutária oponível a todos os acionistas e diretores, na medida em que o procedimento de mediação é, por essência, voluntário?

É o que se passa a investigar!

#### **4.1. A EXPERIÊNCIA DA ARBITRAGEM SOCIETÁRIA E SUA CONSOLIDAÇÃO COM O ART. 136-A DA LSA.**

A arbitragem convencional é um instrumento heterocompositivo privado de resolução de conflitos, assim como a jurisdição estatal. Segundo Diego Falleck (2018, p. 115), é “um processo voluntário e adjudicante em que um terceiro, neutro e imparcial, denominado árbitro, ou um painel de árbitros, avalia argumentos e provas trazidas por partes em disputa, e então emite uma decisão”. A arbitragem é um processo formal, regulamentado pela Lei nº 9.307/96, pelo qual as partes, voluntária e consensualmente, aceitam submeter a decisão de um litígio envolvendo direito patrimonial disponível a um terceiro, técnico ou especialista no assunto em questão.

A decisão arbitral tem observância obrigatória por constituir verdadeiro título executivo judicial, com a mesma força de uma sentença transitada em julgado proferida pelo Judiciário, nos termos do art. 515, inciso VII<sup>40</sup> do CPC/15, aplicando-se, em caso de não cumprimento voluntário, o regramento do cumprimento de sentença com a execução judicial.

É de consenso geral e conhecimento amplo que a arbitragem é um meio de solução de conflitos eficiente e adequado para solucionar litígios empresariais.

Porém, sua previsão em cláusula estatutária e respectiva aceitação nem sempre foi pacífica. Embora prevista desde o Código Comercial

---

40 Art. 515. São títulos executivos judiciais, cujo cumprimento dar-se-á de acordo com os artigos previstos neste Título: [...] VII - a sentença arbitral.

de 1850 (art. 245<sup>41</sup> e art. 294<sup>42</sup>) e cuja constitucionalidade se tornaria discutível a partir de 1988 (princípio e regra da não afastabilidade da jurisdição estatal), fato é que apenas após a alteração promovida pela Lei n. 10.303, em 2001, é que se constatou algum avanço na prática da arbitragem societária.

Com efeito, a despeito de promulgada a Lei de Arbitragem em 1996, Lei Federal nº 9.307, com a previsão ampla de arbitrabilidade objetiva (que abarcava – por certo – o campo societário<sup>43</sup>), as maiores dúvidas e controvérsias foram travadas no aspecto da arbitrabilidade subjetiva. Ou seja, discutia-se, com vigor, a quem a cláusula arbitral estatutária seria aplicável, válida e/ou eficaz.

Basicamente, portanto, discutia-se a quem seria oponível a cláusula arbitral imposta por decisão majoritária em assembleia de acionistas: apenas àqueles que votaram favoravelmente à alteração estatutária; apenas àqueles que já eram acionistas quando da inserção da cláusula; ou a todos, fossem acionistas vencidos na deliberação (ou ausentes) ou mesmo “novos” acionistas, que, quando da aquisição das ações no mercado, ainda que no mercado secundário, estariam adstritos ao regime jurídico da companhia de modo integral, isto é, aos seus Estatutos Sociais.

Nos ensinamentos de Modesto Carvalhosa (2002, p. 325), a cláusula compromissória não teria o condão de vincular os sócios não aderentes (o que incluiria aqueles “novos” acionistas, que teriam adquirido ações no mercado secundário). O posicionamento do jurídico se baseava no fato de a escolha da arbitragem ocasionar restrição ao direito essencial dos sócios de acessarem a jurisdição estatal para resolução de seu conflito, e, portanto, só vincularia os sócios/acionistas que expressamente assim anuíssem (votassem favoravelmente).

---

41 Art. 245. Todas as questões que resultarem de contratos de locação mercantil serão decididas em juízo arbitral.

42. Art. 294. Todas as questões sociais que se suscitarem entre sócios durante a existência da sociedade ou companhia, sua liquidação ou partilha, serão decididas em juízo arbitral.

43 “Art. 1. As pessoas capazes de contratar poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis”.

Do mesmo modo, Luiz Leonardo Cantidiano (2002, p 100), das maiores autoridades doutrinárias à época, entendia que a cláusula compromissória estatutária só vincularia aos acionistas aderentes, excluídos os acionistas contrários ou até mesmo os ausentes.

Por outro lado, boa parte da doutrina defendia que a cláusula estatutária deveria sim abranger todos os sócios ou acionistas, visto a natureza una e indivisível do “contrato” societário. Nessa perspectiva, posiciona-se Pedro A. Batista Martins (2002, p. 68), no sentido de que o princípio majoritário não aceita exceções, de forma que deverá ser aplicado também no que se refere à cláusula compromissória. No mesmo sentido já havia concluído, de modo pioneiro e festejável, Marcelo Dias Gonçalves Vilela, em sua dissertação de mestrado, defendida na UFMG, nos idos de 2001<sup>44</sup>.

A controvérsia, muito bem resumida pelo Prof. Henrique Barbosa<sup>45</sup>, só foi, de fato, superada, com o advento da Lei nº

---

44 Arbitragem no direito societário brasileiro: extensão e limites da cláusula compromissória. 2001. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte. A questão era controversa no Judiciário também, conforme relatou Marcelo Vilela em palestra concedida no curso do GEDEMP-UFMG (Faculdade de Direito) - III Curso de Férias: precedente favorável no TJMG - Apelação Cível n. 1.0024.08.071075 9/001 (“3. A deliberação acerca da adoção do juízo arbitral configura-se como qualquer outra deliberação social, portanto, a minoria vencida dissidente deverá vincular-se à cláusula, sob pena de subversão dos princípios societários e do próprio interesse maior social”), e desfavorável no TJDF, Ap. Cível n. 2011.01.11045065 (“4. A renúncia à jurisdição estatal é personalíssima e deflui do regular exercício da autonomia da vontade, não podendo, por isso, ser presumida pela simples inserção de cláusula compromissória em estatuto social, sob pena de ser esvaziado o núcleo essencial do direito fundamental à proteção judicial efetiva (art 5º, XXXV, da Constituição Federal”).

45 “Até a edição da Lei 13.129/2015, a doutrina societária se digladiava basicamente entre três correntes: (i) a primeira, de viés deveras conservador, exigia a anuência expressa do sócio, sem o que não se lhe poderia estender os efeitos da convenção arbitral; (ii) a segunda, com uma visão intermediária, tentava contemporizar o princípio da maioria e a necessidade de consenso para afastamento da jurisdição estatal, sustentando a submissão à arbitragem apenas dos sócios favoráveis ou em abstenção, bem como dos futuros entrantes, deixando a salvo os que tivessem votado contrariamente à cláusula; e, finalmente, (iii) uma terceira, de viés mais vanguardista, que privilegiava o princípio da maioria – o que de fato parece o mais acertado – e que impunha a arbitragem a todos os acionistas, independentemente da eventual classe acionária e abstenção deliberativa ou manifestação pró ou contra a inserção da convenção estatutária.” (Arbitragem Societária. In: LÉVY, Daniel; PEREIRA, Guilherme Setogutti J. Curso de Arbitragem. 2 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 545).

13.129/2015, que incluiu o art. 136-A na Lei das Sociedades Anônimas. A questão foi, praticamente, pacificada ao se admitir a inclusão de cláusula compromissória arbitral no estatuto da companhia por voto da maioria absoluta das ações, oponível a todos os sócios, com a faculdade, aos discordantes, do direito de se retirar da sociedade mediante o reembolso do valor de suas ações (recesso), no prazo de 30 (trinta) dias (direito de recesso).

Assim, a questão foi pacificada no que toca à extensão subjetiva (e vinculação dos acionistas) da cláusula compromissória estatutária de arbitragem e, agora, apenas devem continuar na sociedade aqueles acionistas que aceitarem dirimir seus conflitos por meio desse instituto<sup>46</sup>.

Cabe destacar que a Lei nº 13.129/2015 objetivou tão somente a cláusula compromissória estatutária arbitral, omitindo-se a respeito da inclusão de cláusula estatutária de mediação.

## **4.2 A MEDIAÇÃO E A CLÁUSULA ESCALONADA**

A mediação de conflitos, segundo o parágrafo único do art. 1º da Lei nº 13.140/2015, é definida como “a atividade técnica exercida por terceiro imparcial sem poder decisório, que escolhido ou aceito pelas partes, as auxilia e estimula a identificar ou desenvolver soluções consensuais para a controvérsia”.

Em outras palavras, a mediação nada mais é do que a facilitação da resolução de um conflito vivido pelas partes por meio de um terceiro neutro denominado mediador.

Completa o §3º, do art. 165 do CPC que:

---

46 Henrique Barbosa, de outro lado, pondera o efeito contrário da inserção do art. 136-A em face das cláusulas estatutárias anteriores à Lei n. 13.129/2015. Segundo relata, a alteração teria reavivado a discussão sob o argumento de que, se antes não havia o direito de recesso, a cláusula estatutária não era (e não poderia ser) oponível ao acionista que não votou favoravelmente a sua inserção. (*Op. cit.*, p. 546).

§ 3º O mediador, que atuará preferencialmente nos casos em que houver vínculo anterior entre as partes, auxiliará aos interessados a compreender as questões e os interesses em conflito, de modo que eles possam, pelo restabelecimento da comunicação, identificar, por si próprios, soluções consensuais que gerem benefícios mútuos.

Juan Carlos Vezzulla<sup>47</sup> (2004, p. 64) a define e conceitua a mediação da seguinte forma:

Procedimento privado e voluntário coordenado por um terceiro capacitado, que orienta seu trabalho para que se estabeleça uma comunicação cooperativa e respeitosa entre os participantes, com o objetivo de aprofundar na análise e compreensão do relacionamento, das identidades, necessidades, motivações e emoções dos participantes, para que possam alcançar uma administração satisfatória dos problemas em que estão envolvidos.

Acrescenta, ainda, o autor que, trata-se como procedimento privado pelo caráter de privacidade e informalidade presente durante o desenvolvimento das sessões de mediação, ainda que possa ser usado dentro do Judiciário (VEZZULA, 2004, p. 64)<sup>48</sup>.

Para Falleck (2014, p. 263), “a mediação empresarial consiste na facilitação, por um terceiro neutro, de negociação para resolução de disputa, entre partes de relações comerciais”.

É possível, assim, afirmar que, os elementos essenciais que caracterizam a mediação são a voluntariedade do processo, o papel do mediador como terceira parte imparcial e sem poder de decisão e a construção da solução pelas pessoas em conflito de forma autônoma e responsável.

---

47 Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/30367932.pdf>.

48 Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/30367932.pdf>.

Os princípios característicos da mediação constantes do art. 166 do CPC/2015 e do art. 2<sup>a</sup> da Lei de Mediação consistem essencialmente na independência, imparcialidade, autonomia da vontade, confidencialidade, oralidade, informalidade, decisão informada, isonomia entre as partes, busca do consenso e boa-fé.

A mediação é uma grande ferramenta que objetiva exatamente resgatar a clareza da comunicação mediante a facilitação de um terceiro imparcial. Insta ressaltar que, neste caso, a mediação pode funcionar como meio de solucionar o conflito já existente, mas ainda como mecanismo de prevenção de novos conflitos. Como visto, pode ser utilizada para resolver questões ocorridas dentro da estrutura interna da pessoa jurídica; entre duas ou mais empresas ou mesmo entre empresas e particulares.

Há grandes exemplos recentes de mediações empresariais que utilizadas, acertadamente, tornaram-se cases de sucesso, como é o caso do acidente da TAM, Air France, barragem de Mariana, Samarco, dentre outros. Mais propriamente no campo societário, refere-se, com frequência, aos casos “Pão-de-Açúcar” (conflito Casino) e à “Oi” (“Telemar”).

A forma mais comum (e talvez apropriada), dentro da escolha apropriada de métodos de resolução (sempre daquele que contém maior autonomia da vontade e controle pelas partes para o método adjudicatório estatal – de menor controle e restrito exercício da vontade pelo particular<sup>49</sup>), de viabilizar a mediação societária é, por certo, via cláusula escalonada.

As cláusulas escalonadas estipulam obrigações recíprocas de, primeiramente, tentar uma negociação, conciliação ou mediação para, depois, caso infrutífera a tentativa, recorrer-se ao procedimento jurisdicional. Em geral, pactua-se pela utilização de métodos mais baratos e calcados em interesses (negociação direta, conciliação, mediação, avaliação neutra, fact finding, por exemplo) até que se

---

49 FALECK, Diego. Manual de Design de Sistemas de Disputas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018, p. 128-129.

escale à decisão adjudicada (via jurisdição privada – arbitragem, ou estatal – Judiciário).

Prevista a cláusula escalonada do tipo Med-Arb, na qual há etapa prévia à arbitragem, por meio de mediação, este procedimento autocompositivo torna-se de instalação obrigatória, sob pena de não poder prosseguir a arbitragem ou, se for o caso, o processo estatal. Como ensinam Katherine Van Wezel Stone<sup>50</sup> (2004, sem p.), a cláusula “Med-Arb” é uma combinação que só limita a ida à arbitragem:

“Med-Arb is a combination of mediation and arbitration in which a third party neutral first attempts to achieve a mediated settlement of a dispute. If mediation fails, the same neutral then becomes an arbitrator conducts a hearing and renders a final decision”.

Vale observar que a cláusula de mediação prévia prevista em estatuto deve se ater aos mesmos requisitos utilizados em uma cláusula compromissória contratual simples. No estatuto, preferencialmente, para a efetiva validade, necessita ainda conter os requisitos estabelecidos pelo art. 22 da lei de Mediação, quais sejam:

Art. 22. A previsão contratual de mediação deverá conter, no mínimo:

- I - prazo mínimo e máximo para a realização da primeira reunião de mediação, contado a partir da data de recebimento do convite;
- II - local da primeira reunião de mediação;
- III - critérios de escolha do mediador ou equipe de mediação;
- IV - penalidade em caso de não comparecimento da parte convidada à primeira reunião de mediação.

---

50 Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=631346>.

A ausência de todos estes pressupostos não anula a cláusula de mediação inserida, mas impõe outros critérios a serem observados na realização da primeira reunião de mediação, consoante o disposto no art. 22, quais sejam:

§ 2º Não havendo previsão contratual completa, deverão ser observados os seguintes critérios para a realização da primeira reunião de mediação:

I - prazo mínimo de dez dias úteis e prazo máximo de três meses, contados a partir do recebimento do convite;

II - local adequado a uma reunião que possa envolver informações confidenciais;

III - lista de cinco nomes, informações de contato e referências profissionais de mediadores capacitados; a parte convidada poderá escolher, expressamente, qualquer um dos cinco mediadores e, caso a parte convidada não se manifeste, considerar-se-á aceito o primeiro nome da lista;

IV - o não comparecimento da parte convidada à primeira reunião de mediação acarretará a assunção por parte desta de cinquenta por cento das custas e honorários sucumbenciais caso venha a ser vencedora em procedimento arbitral ou judicial posterior, que envolva o escopo da mediação para a qual foi convidada.

Presente a cláusula de mediação prévia, sua inobservância conduzirá à suspensão do procedimento arbitral ou estatal, conforme dispôs expressamente o art. 23 da Lei de Mediação (Lei n. 13.140/2015):

Art. 23. Se, em previsão contratual de cláusula de mediação, as partes se comprometerem a não iniciar procedimento arbitral ou processo judicial durante certo prazo ou até o implemento de determinada condição, **o árbitro ou o juiz**

**suspenderá o curso da arbitragem ou da ação pelo prazo previamente acordado ou até o implemento dessa condição.**

Parágrafo único. O disposto no caput não se aplica às medidas de urgência em que o acesso ao Poder Judiciário seja necessário para evitar o perecimento de direito.

O dispositivo acima, no entanto, é de aplicação restrita. A cláusula escalonada em questão deve ser vinculativa e traçar o uso e instalação da mediação como etapa obrigatória e prévia ao procedimento de decisão adjudicada (seja arbitragem, seja judiciário). A título meramente exemplificativo, confira-se a cláusula escalonada padrão divulgada pela Câmara de Arbitragem Empresarial (CAMARB) que, diferentemente, sugere a mediação como etapa facultativa. É o que se deflui dos vocábulos “poderão” e “não tenha interesse”, veja-se:

“MEDIACÃO – As partes *poderão* submeter as controvérsias relativas ao presente contrato à mediação, de acordo com as regras do Regulamento de Mediação da CAMARB – Câmara de Arbitragem Empresarial – Brasil. O início da arbitragem não impede que as partes deem início, continuem ou retomem procedimento de mediação.

ARBITRAGEM – Caso qualquer das partes *não tenha interesse em iniciar a mediação* ou a disputa não seja resolvida por mediação, toda e qualquer controvérsia decorrente ou relacionada ao presente contrato será resolvida por arbitragem, a ser administrada pela CAMARB – Câmara de Arbitragem Empresarial – Brasil, de acordo com as normas do seu Regulamento de Arbitragem,

em vigor na data de início do respectivo procedimento.”<sup>51</sup>

Se, entretanto, como dito, a cláusula for vinculativa e, com isso, estipular o uso da mediação como etapa prévia e obrigatória, a sua não observância conduzirá à incidência do art. 23 da Lei de Mediação acima citado. E o Poder Judiciário já experimentou tal situação, conforme se infere do excerto abaixo citado<sup>52</sup>:

Ressalte-se que a resolução consensual dos conflitos é uma diretriz erigida pelo ordenamento jurídico pátrio, positivada sobretudo na Lei de Mediação (Lei nº 13.140/15) e de urgência. Caso ultrapassado o prazo de 3 meses sem a conclusão da mediação, devem os autos retornar conclusos para nova apreciação.

Em outro caso, o Tribunal de Justiça do Estado do Paraná (TJPR)<sup>53</sup> anulou sentença arbitral proferida em inobservância da etapa prévia de tentativa de solução autocompositiva via mediação. Confira-se o contexto em artigo publicado pelo CBar (Comitê Brasileiro de Arbitragem)<sup>54</sup>:

---

51 Fonte: <http://camarb.com.br/mediacao/clausula-modelo-escalonada/>, acesso 05 set. 2019.

52 Agravo de Instrumento nº 0701934-87.2017.8.07.0000, Tribunal de Justiça do Distrito Federal e dos Territórios (TJDF), 6ª (Sexta) Turma Cível, Relator Desembargador Esdras Neves, julgado e publicação em 11/04/2017.

53 TJPR, Apelação n. 1668801-0, Rel. Des. Ramon De Medeiros Nogueira, j. 22.8.2017. Acórdão disponível online: <file:///C:/Users/tvs/Downloads/PDF-Acordao-2418993-Processo-1668801000.pdf>. Fonte: <https://cbar.org.br/site/clausula-escalonada-tribunal-de-justica-do-parana-anula-sentenca-arbitral-por-desrespeito-a-etapa-de-negociacao-pre-arbitral/>, acesso em 05 out. 2021.

54 Fonte: <https://cbar.org.br/site/clausula-escalonada-tribunal-de-justica-do-parana-anula-sentenca-arbitral-por-desrespeito-a-etapa-de-negociacao-pre-arbitral/>, acesso em 05 out. 2021.

*Cláusula escalonada: Tribunal de Justiça do Paraná anula sentença arbitral por desrespeito à etapa de negociação pré-arbitral*  
(...).

Julgado recente proferido pela 7ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Paraná (“TJPR”)[vii] decidiu, por maioria de votos, anular sentença arbitral com base, dentre outras razões, **na inobservância de etapa de “solução amigável da controvérsia”, que deveria ter ocorrido previamente à arbitragem.**[viii]

A disputa envolvia contrato de operação portuária entre Interportos Ltda. (“Interportos”) e Terminais Portuários da Ponta do Félix S.A. (“Ponta do Félix”). O contrato previa que “antes de dar início a procedimentos formais de solução de controvérsias” as partes deveriam tentar resolvê-las amigavelmente por meio de reuniões durante o prazo de 30 dias, de modo que, apenas após realizada tal etapa e não tendo sido solucionada a controvérsia “por acordo mútuo”, as partes poderiam submeter a disputa à arbitragem.[ix]  
(...).

A decisão é relevante e inédita: **expõe o entendimento do Judiciário brasileiro, ainda que incipiente, a respeito da exigibilidade das etapas prévias inseridas em convenções arbitrais.** A Interportos ainda pode recorrer da decisão ao Superior Tribunal de Justiça, que, se admitir o recurso, será chamado a se posicionar sobre essa intrincada questão.

Embora ainda recorrível, a decisão do TJPR chama atenção porque ataca questão ainda não consolidada na jurisprudência brasileira. **Ao defender a força vinculante do mecanismo pré-arbitral, o TJPR dá o tom para os debates que seguirão a respeito do tema. Não obstante o caso não envolva mediação,**

**a posição do tribunal paranaense parece em linha com o art. 23 da Lei de Mediação,**[xi] que exige a suspensão do processo arbitral quando houver previsão de etapa prévia de mediação.

O artigo (divulgado pelo CBar), de autoria de Gustavo Kulesza, Luiza Pedroso e Thaís Vieira, ainda traz relevante lição acerca da experiência do direito estrangeiro sobre a cláusula de autocomposição prévia<sup>55</sup>. Vale conferir:

Alguns tribunais já manifestaram o entendimento de que, diferente da arbitragem, mecanismo essencialmente litigioso, os métodos autocompositivos de solução de disputas dependem da participação voluntária de todas as partes envolvidas,[xii] sem a qual não faria sentido impô-los.[xiii] Nessa linha, a Suprema Corte da Suíça entendeu que, como não havia qualquer indicativo de que a conciliação entre as partes seria possível, a arbitragem era a única solução; logo, obrigar as partes a observarem a etapa prévia de conciliação seria inútil.[xiv] A Corte de Cassação francesa – uma das maiores

---

55 No mesmo sentido, confira-se com intensa propriedade (SALOMÃO, Rodrigo Cunha Mello. Aspectos Polêmicos das Cláusulas Escalonadas): “Em outras palavras, a existência de cláusula genérica determinando simplesmente que as partes procedam à tratativas negociais de boa-fé não terá cunho obrigatório entre as partes. Confira-se, dentre muitas outras, a decisão tomada no caso *Bewater Gau (Tanzania) Ltd v United Republic of Tanzania*, no âmbito do “International Centre for Settlement of Investment Disputes” (ICSID): “In the Tribunal’s view (...), this six-month period is procedural and directory in nature, rather than jurisdictional and mandatory. Its underlying purpose is to facilitate opportunities for amicable settlement. Its purpose is not to impede or obstruct arbitration proceedings, where such settlement is not possible. Non-compliance with the six month period, therefore, does not prevent this Arbitral Tribunal from proceeding”<sup>16</sup> Por outro lado, há diversas decisões de tribunais arbitrais e judiciais entendendo pela obrigatoriedade de procedimentos pré-arbitrais inseridos em cláusulas escalonadas, desde que estejam precisamente identificados e regulamentados<sup>17</sup>”(notas de rodapé omitidas). Fonte: <https://www.migalhas.com.br/arquivos/2017/12/art20171218-05.pdf>, acesso em 05 out. 2021.

norteadoras da prática arbitral no mundo – também já adotou essa posição.[xv]

Contudo, a posição majoritária parece caminhar em outro sentido. **Defende-se que os mecanismos pré-arbitrais só não são oponíveis quando sua obrigatoriedade não é indicada de forma suficientemente clara.[xvi] Em outras palavras, as partes estariam vinculadas ao mecanismo pré-arbitral quando a redação da cláusula, aliada às circunstâncias do caso concreto, indicar que era essa sua intenção quando celebraram a cláusula escalonada. A chave está, portanto, na clareza da vontade das partes.**

Nesse sentido, no emblemático caso SulAmerica CIA Nacional de Seguros v. Enesa Engenharia S.A., a England and Wales Court of Appeal entendeu que a mediação não era pré-condição para a arbitragem porque não havia compromisso claro de submissão à mediação, nem disposições sobre a nomeação de mediador, tampouco definição clara de como se daria o processo de mediação.[xvii] Em outro caso, decidido em Singapura, a corte estatal entendeu que pré-requisitos específicos emanavam da redação da cláusula, o que caracterizava o mecanismo pré-arbitral como condição prévia obrigatória e essencial à instauração da arbitragem.[xviii] No caso australiano Elizabeth Bay v. Boral Building Services, as partes se obrigaram a, previamente à instauração de arbitragem, realizar procedimento de mediação, “se comprometendo a tentar, de boa-fé, negociar para alcançar uma solução para a disputa”. No entanto, a corte entendeu que o compromisso de negociar de boa-fé não era dotado de certeza suficiente para torná-lo vinculante.[xix]

Cabe salientar que o acesso à justiça, em momento algum, é retirado do acionista com a cláusula compromissória de mediação, uma vez que ele continuará tendo o acesso jurisdicional caso frustrada a tentativa de composição, ou mesmo ele desistindo da mediação a qualquer momento.

Bem enfatiza Gabbay (2019, p. 171) ao lecionar que a “obrigatoriedade, contudo, não é para se chegar a um acordo, e sim para participar do procedimento contratualmente escolhido pelas partes.” Acrescenta que, se “após a primeira sessão uma das partes não quiser continuar com a mediação, ela não é obrigada a permanecer no procedimento, que pode ser finalizado” (GABBAY, 2019, p. 171).

Sabendo-se, portanto, ser de observância obrigatória a mediação quando expressamente prevista como etapa prévia à solução adjudicada (seja arbitral ou seja estatal), cumpre verificar acerca da extensão subjetiva da cláusula estatutária, bem como da experiência vivenciada, até o momento, pelas principais companhias brasileiras.

### **4.3 A VINCULAÇÃO DOS ACIONISTAS À CLÁUSULA ESCALONADA**

O fato de eventual cláusula escalonada, como um meio prévio à judicialização ou à arbitragem, ter ou não o condão de obrigar os acionistas é uma questão que merece reflexão final.

Convém pontuar que o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa<sup>56</sup> – IBGC (2015, p. 27) preceitua, em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, publicado em 2015, ser

“fundamental prever formas ágeis e eficazes de resolução de controvérsias e divergências entre sócios e administradores e entre estes e a própria organização, para evitar prejuízos ao desempenho ou redução do valor da organização”.

---

<sup>56</sup> Disponível em: [https://edisdisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4382648/mod\\_resource/content/1/Livro\\_Codigo\\_Melhores\\_Praticas\\_GC.pdf](https://edisdisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4382648/mod_resource/content/1/Livro_Codigo_Melhores_Praticas_GC.pdf).

Recomenda o IBGC que os litígios entre sócios, administradores e entre estes e a organização devam ser resolvidos primeiro por negociação e, após, por meio de mediação e/ou arbitragem. Destaca expressamente, em seu código, que “é recomendável a inclusão desses mecanismos no estatuto/contrato social ou em compromisso a ser firmado entre as partes” (IBGC, 2015, p. 25).

No que tange a B3 S.A., esta é composta por diferentes seguimentos especiais de listagem à escolha das empresas participantes, adequados a cada perfil. Cada seguimento possui regras de governança diferenciadas e obrigações além das previstas pela Lei das Sociedades por Ações, com o objetivo de mais bem avaliar as empresas que aderirem e garantirem aos acionistas informações e mitigação de risco<sup>57</sup> (SITE B<sup>3</sup>, sem data). Percebe-se pela análise dos seguimentos que a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM-B3) é requisito imposto a 4 (quatro) dos 6 (seis) segmentos existentes.

Tendo isso em conta, isto é, que a arbitragem, desde a Lei n. 10.303 de 2001, é vista pelo mercado como boa prática de governança corporativa, e que a própria entidade administradora de mercados regulamentados criou segmentos de listagens especiais com a exigência de opção pela arbitragem, foi realizada a análise pontual das 20 (vinte)<sup>58</sup> maiores sociedades anônimas do Brasil, segundo ranking da Forbes Global 2000, edição de 2019. Buscou-se identificar a existência ou não de previsão expressa de cláusula de arbitragem e, também, de mediação, para solução dos conflitos nos respectivos estatutos sociais:

---

57 Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/).

58 Disponível em: <https://www.todacarreira.com/maiores-empresas-brasil/> Acesso em 01/06/2021

## Tabela 1

Comparativo dos estatutos sociais das 20 maiores empresas e a previsão expressa de cláusula de arbitragem ou cláusula de mediação

20 MAIORES EMPRESAS E PREVISÃO ESTATUTÁRIA DE ARBITRAGEM OU MEDIAÇÃO		
SOCIEDADE ANÔNIMA	CL.ARBITRAGEM	CL. MEDIAÇÃO
Petróleo Brasileiro S.A.- PETROBRÁS <sup>59</sup>	SIM	NÃO
ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. <sup>60</sup>	NÃO	NÃO
BANCO BRADESCO S.A. <sup>61</sup>	NÃO	Mediação de conflitos é papel da ouvidoria, quanto aos clientes e usuários de produtos e serviços
VALE S.A. <sup>62</sup>	SIM	NÃO
BANCO DO BRASIL S.A. <sup>63</sup>	SIM	Mediação de conflitos é papel da ouvidoria, quanto aos clientes e usuários de produtos e serviços
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - ELETROBRÁS <sup>64</sup>	NÃO	NÃO

59 Disponível em: <https://transparencia.petrobras.com.br/sites/default/files/Estatuto-Social-AGOE-27-Abril-2017-Portugues.pdf>

60 Disponível em: <https://www.itau.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=/jiyrY2ikBTa5tXAc61yfg==&IdCanal=jjCFHS5IadmGCLdvw2zIdg==>

61 Disponível em: [https://www.bradescori.com.br/wp-content/uploads/sites/541/2021/01/2193\\_1\\_10\\_03\\_2020\\_e.pdf](https://www.bradescori.com.br/wp-content/uploads/sites/541/2021/01/2193_1_10_03_2020_e.pdf)

62 Disponível em: [http://www.vale.com/PT/investors/corporate-governance/Documents/Estatuto-Social-2021\\_p.pdf](http://www.vale.com/PT/investors/corporate-governance/Documents/Estatuto-Social-2021_p.pdf)

63 Disponível em: <https://www.bb.com.br/docs/pub/siteEsp/ri/pt/dce/dwn/EstatutoSocial.pdf>

64 Disponível em: <https://eletrobras.com/pt/GestaoeGovernancaCorporativa/Estatuto%20Social%20Eletrobras.pdf>

JBS S.A. <sup>65</sup>	SIM	NÃO
ITAÚSA S.A. <sup>66</sup>	NÃO	NÃO
BRASKEM S.A. <sup>67</sup>	NÃO	NÃO
Oi S.A. <sup>68</sup>	SIM	NÃO
Companhia Siderúrgica Nacional- CSN <sup>69</sup>	NÃO	NÃO
CIELO S.A. <sup>70</sup>	SIM	NÃO
B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão <sup>71</sup>	SIM	NÃO
CPFL Energia S.A. <sup>72</sup>	SIM	NÃO
Ultrapar Participações S.A. <sup>73</sup>	SIM	NÃO
Companhia Brasileira de Distribuição <sup>74</sup>	NÃO	NÃO

65 Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/043a77e1-0127-4502-bc5b-21427b991b22/61db3289-23a7-c55a-b0cd-38e86838d302?origin=1>.

66 Disponível em: <https://www.itausa.com.br/Download.aspx?Arquivo=e48V5oWa8mEx3PR3QnZU7Q==&IdCanal=N+B2n16r+IBYN/HK4I4/kg==>.

67 Disponível em: <https://www.braskem.com.br/portal/RI/arquivos/Estatuto%20Social/Braskem%20-%20AGOE%202021%20-%20Estatuto%20Social%20atualizado%20-%20v.%20portugu%C3%AAs.pdf>.

68 Disponível em: [https://ri.oi.com.br/wp-content/uploads/sites/39/2018/01/Oi\\_Estatuto\\_Social\\_20151113\\_PT.pdf](https://ri.oi.com.br/wp-content/uploads/sites/39/2018/01/Oi_Estatuto_Social_20151113_PT.pdf).

69 Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/29633c00-23f7-4765-9594-926012179477/a9c9d9dd-4c7d-79fc-80e5-98700426e879?origin=2>.

70 Disponível em: <https://ri.cielo.com.br/sobre-a-cielo/governanca-corporativa-pagina-antiga/estatuto-social/>.

71 Disponível em: [https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/5fd7b7d8-54a1-472d-8426-eb896ad8a3c4/5ea77c04-79da-4e96-b9aa-643c7ed64d31\\_Estatuto%2520Social%2520B3%2520-%252010\\_05\\_2021.pdf](https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/5fd7b7d8-54a1-472d-8426-eb896ad8a3c4/5ea77c04-79da-4e96-b9aa-643c7ed64d31_Estatuto%2520Social%2520B3%2520-%252010_05_2021.pdf).

72 Disponível em: <https://cpfl.riweb.com.br/listgroup.aspx?idCanal=olsyny6JfF4xM17t4H2oqA==>.

73 Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/fatos-relevantes/pdf/23830637.pdf>.

74 Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/DWL/FormDetalheDownload.asp?site=C&prot=621611>.

METARLÚRGICA GERDAU S.A. <sup>75</sup>	NÃO	NÃO
SUZANO PAPEL E CELULO- SE S.A. <sup>76</sup>	SIM	NÃO
Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG <sup>77</sup>	SIM	SIM
Companhia de Saneamen- to Básico do Estado de São Paulo - SABESP <sup>78</sup>	SIM	NÃO

Como se nota, ainda é muito tímida, para não dizer rara, a inclusão de cláusula mista nos Estatutos Sociais. Portanto, não se pode crer ainda existir uma contexto de efetiva controvérsia doutrinária ou jurisprudencial acerca da vinculação subjetiva do acionista à etapa prévia de mediação, pelo simples fato de que as cláusulas escalonadas praticamente não existem. Por óbvio, a presente investigação não perde sua valia, na medida em que a mediação é tendência não só como hipótese de governança e boas práticas, por se mostrar, cada vez mais, como o método de resolução de conflitos “padrão” mais adequado para a grande maioria dos conflitos empresariais e patrimoniais.

No campo, portanto, efetivamente teórico, a resposta à questão da vinculação do acionista, no plano subjetivo, isto é, se uma cláusula estatutária que vier a inserir a mediação como etapa prévia, primeiro, ser-lhe-ia oponível, caso não a aprove; e, segundo, se não aprovar (e

75 Disponível em: [https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/21e1d193-5cab-456d-8bb8-f00a49a43c1c/estatuto-codigos-e-politicascenral-de-downloads--metalurgica-gerdau/11eafce25e14d81be53ab78fe3bbbfe56979aa9a28a89b79989247b4de347188/estatuto\\_social.pdf](https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/21e1d193-5cab-456d-8bb8-f00a49a43c1c/estatuto-codigos-e-politicascenral-de-downloads--metalurgica-gerdau/11eafce25e14d81be53ab78fe3bbbfe56979aa9a28a89b79989247b4de347188/estatuto_social.pdf).

76 Disponível em: [https://s1.q4cdn.com/987436133/files/gov\\_doc/bylaws\\_codes/pt/2021/Suzano-Estatuto-Social-27.04.2021.pdf](https://s1.q4cdn.com/987436133/files/gov_doc/bylaws_codes/pt/2021/Suzano-Estatuto-Social-27.04.2021.pdf).

77 Disponível em: [https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/716a131f-9624-452c-9088-0cd6983c1349/b1a0e183-222b-40b9-8978-206d0f3439ef\\_2021-04-30\\_Estatuto%2520Social\\_Cemig.pdf](https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/716a131f-9624-452c-9088-0cd6983c1349/b1a0e183-222b-40b9-8978-206d0f3439ef_2021-04-30_Estatuto%2520Social_Cemig.pdf).

78 Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/9e47ee51-f833-4a23-af98-2bac9e54e0b3/2d21bfc4-5095-4c97-ab29-2b10432c03fc?origin=1>.

vencido for na deliberação), se teria o acionista em questão direito ao recesso, tal qual previsto para a inserção da cláusula arbitral (art. 136-A da LSA).

Com efeito, os institutos da mediação e da arbitragem possuem os mesmos fundamentos como métodos privados adequados de solução de conflitos, então, outra saída não se vislumbra que não a aplicação do mesmo conjunto teórico que norteou doutrina e jurisprudência quando de tal reflexão acerca da extensão subjetiva da cláusula arbitral estatutária (antes da modificação pela Lei n. 13.129, de 2015).

Ou seja, aplica-se o princípio (societário) majoritário, para se reconhecer a inserção de cláusula compromissória estatutária de mediação como válida, eficaz e vinculativa para todos os acionistas, tendo votado favoravelmente ou não à aprovação da matéria. Não se pode conceder direito de recesso, por se tratar de norma de exceção (inalcançável, em consequência, por analogia).

Denote-se que, uma vez constante do estatuto social, a cláusula compromissória de mediação deve obrigar todos os acionistas ao passo que instituída por voto da maioria acionária, vinculando a todos, indistintamente, ante a natureza una e indivisível do contrato/estatuto societário. O que for estipulado no estatuto social da sociedade, seja de forma originária, seja por meio de modificação ulterior, impõe-se a todos, a saber, “acionistas que com elas concordaram ou delas discordaram, tendo ingressado antes ou depois da aprovação da cláusula compromissória estatutária”<sup>79</sup>.

---

<sup>79</sup> Para o Arnaldo Wald (2011, p.56), trata-se de uma conclusão da natureza institucional da sociedade, e, ainda, ao: “Fato de que, ao vincular-se à companhia, o acionista adere ao estatuto e às deliberações adotadas de acordo com o quórum legal ou estatutariamente previsto. Sua aceitação em relação à cláusula compromissória pode, portanto, ser expressa ou tácita (esta última por meio de sua vinculação ao estatuto e às deliberações sociais), como, aliás, tem entendido o Superior Tribunal de Justiça”. Nesse prisma, Daniel Freitas Drumond Bento (2014, p. 60) entende que “o princípio da maioria regerá a eficácia da cláusula compromissória, seja ela prevista nos estatutos sociais ou nos contratos de sociedade”. Ressalta, por fim, que, “tal princípio é essencial ao direito societário, uma vez que a exigência de unanimidade para tomada de decisões inviabiliza qualquer atividade empresarial” (BENTO, 2014, p. 60).

Levanta-se também a hipótese de a cláusula compromissória de mediação já estar presente no estatuto social quando o acionista adquirir ações de emissão da companhia. Tal qual se entendeu, em maioria, quando da discussão acerca da inclusão da cláusula compromissória arbitral, no momento de compra de ações, espera-se que o comprador estude a sociedade de uma forma global, analisando garantias, riscos, direitos e deveres que aquela aquisição lhe trará, incluindo o mecanismo de solução de disputas. Neste particular, competirá a ele observar, entre outras, a cláusula compromissória de mediação, e somente comprar as referidas ações caso concorde e se submeta a todas elas, inclusive a mediação para solução de seus litígios.

## **5. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

A análise inicial desenvolvida neste ensaio permite revistar o Direito Societário em sua ontologia para reconhecer que as sociedades anônimas têm se mostrado a roupagem adequada para negócios de maior vulto, que demandem capitalização no mercado, e/ou possuam muitos sócios (acionistas). Esta estrutura corporativa pode se mostrar incompatível ou de inconveniente prático para o uso da mediação enquanto método de solução de conflitos.

Como a mediação objetiva a facilitação da comunicação entre as partes envolvidas e ainda a preservação de uma relação amigável e sustentável entre as partes em conflito, é fato que traz maiores ganhos quando utilizada ou imposta na resolução e conflitos de sociedades nas quais os sócios tem uma relação pessoal mais próxima, ou seja, empresas de menor porte. Para conflitos de grandes companhias, porém com número limitado de envolvidos, a mediação também tem, diante de suas características, apresentado-se como método a ser considerado.

Nada obstante o inconveniente prático que possa existir para as grandes companhias dada a impessoalidade entre os acionistas e

o grande número de stakeholders envolvidos, bem como a natureza do conflito (como é o caso de conflitos multitudinários ou mesmo de ordem coletiva), é fato que o exame de vinculação e obrigatoriedade de observância da cláusula compromissória estatutária de mediação é uma análise de direito (e não de mera conveniência). E, nesse sentido, aplica-se o entendimento baseado no princípio majoritário societário, tal qual predominava anteriormente à Lei n. 13.129/2015 para a cláusula arbitral, e se afasta o direito de recesso, por inexistência de previsão expressa.

Em sendo de observância prévia por todos os acionistas/administradores, e de início obrigatório, a mediação deverá ser solicitada/instalada ao menos em sua primeira sessão, sob pena de ter o magistrado ou árbitro, conforme o caso, de aplicar o art. 23 da Lei de Mediação, determinando a suspensão do procedimento respectivo até que se cumpra a etapa de negociação direta ou facilitada (mediação, propriamente falando).

Por fim, se não constar no estatuto social previsão específica de cláusula compromissória de mediação capaz de torná-la vinculativa e obrigatória, esta ainda pode acontecer, a qualquer momento, pela livre manifestação de vontade das partes.

## 5. REFERÊNCIAS

ALEXANDRE, Daniele Souza Anjos. **O modelo multiportas de solução de controvérsias e ofs de sociedades.** In: Revista de Arbitragem e mediação Empresarial 2014. I Congresso Brasileiro de Arbitragem e Mediação Empresarial, ano I, nº 1, jul-dez. Belo Horizonte: 2014.

BORCEM, Vânia Cristina Travassos Lopes; DUARTE, Kaique Campos; MAUES, Gustavo Brandão Koury. **O reflexo dos métodos autocompositivos nas lides judiciais brasileiras.** RJLB, nº 1, 2021. Disponível em: [https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2021/1/2021\\_01\\_1355\\_1385.pdf](https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2021/1/2021_01_1355_1385.pdf). Acesso em: 23 mai. 2021.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma das S.A. comentada.** Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e processo: um comentário à Lei 9.307/96.** 3 ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. Cláusula Compromissória estatutária e juízo arbitral (§3º do art. 109). In: LOBO, Jorge (Coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas.** Rio de Janeiro: Forense, 2002.

CHIAVENATO, Idalberto. **Gestão de pessoas.** Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2008. Disponível em: [https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=5XUALBIDdQwC&oi=fnd&pg=PA1&dq=chiavenato&ots=5xJX3f9XNK&sig=HX8\\_6nlR5vYWFFLnAFxm63KL0IA#v=onepage&q=conflito%20intragrupal&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=5XUALBIDdQwC&oi=fnd&pg=PA1&dq=chiavenato&ots=5xJX3f9XNK&sig=HX8_6nlR5vYWFFLnAFxm63KL0IA#v=onepage&q=conflito%20intragrupal&f=false) Acesso em: 25 abr. 2021.

CHIAVENATO, Idalberto. **Administração Teria, Processo e Prática.** Editora Campus. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. Disponível em: [https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=0j1NJ69Zm0kC&oi=fnd&pg=PA1&dq=Chiavenato,&ots=HTQPPkLS-P&sig=I\\_](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=0j1NJ69Zm0kC&oi=fnd&pg=PA1&dq=Chiavenato,&ots=HTQPPkLS-P&sig=I_)

fcWo9KFMWlzzGI0dUXngGDojQ#v=onepage&q=conflitos&f=false.  
Acesso em: 18 abr. 2021.

FALLECK, Diego. **Manual de Design de Sistemas de Disputas:** criação de estratégias e processos eficazes para tratar conflitos. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

GABBAY, Daniela Monteiro. Mediação empresarial em números: um retrato do funcionamento da mediação em Câmaras de Mediação e Arbitragem que atuam no Brasil. In: BRAGA NETO, Adolfo (Org.). **Mediação empresarial:** experiências brasileiras. São Paulo: Editora CLA Cultural, 2019.

KESSLER, Gladys; FINKELSTEIN, Linda J. **The Evolution of a Multi-Door Courthouse.** 37 Cath. U. L. Rev. 577, 1988. Disponível em: <https://scholarship.law.edu/lawreview/vol37/iss3/2>. Acesso em: 23 mai. 2021.

LAUX, Francisco de Mesquita. **Mediação empresarial:** aplicação de mecanismos alternativos para solução de disputas entre sócios. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

LEMES, Selma Ferreira. **Pesquisa - 2020. Arbitragem em Números e Valores. Oito Câmaras. 2 anos Período de 2018 (jan./dez.) a 2019 (jan./dez.).** 2020. Disponível em: <http://selmalemes.adv.br/artigos/Analise-Pesquisa-ArbitragensNseValores-2020.pdf>. Acesso em: 2 jun. 2021.

MAMEDE, Gladston. **Direito Societário:** sociedades simples e empresárias 12. ed. São Paulo: Atlas. 2020.

Pedro A. Batista. A arbitragem nas sociedades de responsabilidade limitada. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, nº 126, abr-jun., 2002.

MCINTYRE, Scott Elmes. **Como as pessoas gerem o conflito nas organizações: Estratégias individuais negociais.** Aná. Psicológica, Lisboa, v. 25, n. 2, p. 295-305, abr., 2007. Disponível em: <http://publicacoes.ispa.pt/index.php/ap/article/view/447/pdf>. Acesso em: 18 abr. 2021.

NUNES, Soraya Vieira. O processo de mediação empresarial e as vantagens da utilização da mediação. In: BRAGA NETO, Adolfo (Org.). **Mediação empresarial: experiências brasileiras.** São Paulo: Editora CLA Cultural, 2019.

PINIANO, Juliene. **A independência do conselho de administração e as melhores práticas de governança corporativa – uma análise crítica.** 2011. Disponível em: [http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1248/Julienne%20Piniano\\_trabalho.pdf?sequence=1](http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1248/Julienne%20Piniano_trabalho.pdf?sequence=1). Acesso em: 2 jun. 2021.

RODRIGUES, Frederico Viana. **O Uso da Mediação para Solução de Conflitos Societários.** Book Revista DSVM: n8, 2018

RODRIGUES, Rosane. Mediação Organizacional na Prática. In: BRAGA NETO, Adolfo (Org.). **Mediação empresarial: experiências brasileiras.** São Paulo: Editora CLA Cultural, 2019.

STONE, Katherine Van Wezel. **Alternative Dispute Resolution. 2004.** Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=631346>. Acesso em: TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE MINAS GERAIS. **Ata de audiência de Mediação do Centro Judiciário de Solução de Conflitos e Cidadania de Segundo Grau.** 2021. Disponível em: [https://www.mg.gov.br/sites/default/files/geral/ata\\_acordo\\_vale\\_04-02-2021\\_1.pdf](https://www.mg.gov.br/sites/default/files/geral/ata_acordo_vale_04-02-2021_1.pdf). Acesso em: 4 abr. 2021.

VEZZULLA, Juan Carlos. **A mediação de conflitos com adolescentes de ato infracional.** Dissertação – Mestrado em Serviço

Social, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2004. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/30367932.pdf>. Acesso em: 2 abr. 2021.

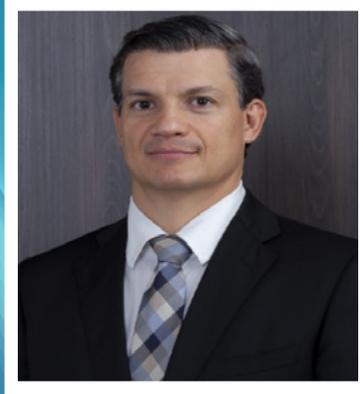
YARN, Douglas H. **Dictionary of Conflict Resolution**. São Francisco: Ed. Jossey Bass, 1999.

WALD, Arnaldo. A arbitrariedade dos Conflitos Societários: Contexto e Prática. In: FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (Orgs.). In: **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais**. Homenagem ao professor Osmar Brina Corrêa-Lima. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2011.

WATANABE, Kazuo. **Cultura da sentença e cultura da pacificação in Estudos em Homenagem à Professora Ada Pelegrini Grinover**. Organizado por Flávio Luiz Yarshell e Mauricio Zanoite de Moraes. Editora DBI. Sem data. Disponível em: [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3079662/mod\\_resource/content/1/1.1.%20Kazuo%20-%20Cultura%20da%20sentenca%20e%20da%20pacificao.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3079662/mod_resource/content/1/1.1.%20Kazuo%20-%20Cultura%20da%20sentenca%20e%20da%20pacificao.pdf). Acesso em: 23 mai. 2021.

WEBER, Ana Carolina. **A Cláusula Compromissória Estatutária e o Direito de Recesso**. Sem data. Disponível em: <http://appcatnov.grupogen.com.br/public/uploads/ff9d39e460fa9a304acb783773ef12cb.pdf>. Acesso em: 21 abr. 2021.

WELSCH, Gisele Mazzoni. **Audiência de mediação e conciliação- Art. 334 do CPC/15**. 2016. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/entendendo-direito/246940/audiencia-de-mediacao-e-conciliacao---art--334-do-cpc-15>. Acesso em: 7 jun. 2021.



Felipe Palhares Guerra Lages

# ***Due Diligence de Integridade*** **no Processo de M&A**

## **1. INTRODUÇÃO**

Por se tratar de um tema relativamente novo no Brasil e no mundo corporativo, para melhor compreensão do leitor, vamos abordar neste artigo a origem da Lei das S/As, o Processo de M&A (Due Diligence) e o Programa de Integridade.

## **2. ORIGEM DA EXPRESSÃO “REASONABLE MAN”**

Uma das etapas mais importantes de quaisquer processos de M&A – Fusões e Aquisições é o processo de Due Diligence. A origem

---

1 Advogado atuante, trabalhou na Procuradoria da Fazenda Nacional, no Ministério Público Federal, (Procuradoria da República), é consultor jurídico de várias empresas, Sócio fundador do Escritório Mandatum Consultoria, Guerra & Nery Advogados Associados, Presidente do Conselho da Fiscal da AELO-MG (Associação das Empresas de Loteamento e Desenvolvimento Urbano), ABA US – Associado da American Bar Association, Formado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Estado de Minas Gerais, Pós-Graduado em Direito Processual Civil pela PUC-MINAS, Pós-Graduado em Direito Internacional da Economia e da Empresa pela FGV, com extensão na Universidade de Ohio University – Columbus-USA, Course of Contract Law-Harvard Law School, Cursos pela Fundação Dom Cabral – PDA, PDD, PDC, MBA Empresarial, STC pela Kellogg School of Management – Northwestern-USA, PGA – Insead Business School – França, INSPER-Fusões e Aquisições, Membro do Conselho de Administração do Grupo Orguel, foi Gestor do Clube de Investimentos Golden, fundador do Instituto Mineiro de Mercado de Capitais – IMMC, Membro da Comissão de Direito Societário da OAB/MG, foi Vice-Presidente da FIEMG JOVEM, Diretor da Associação dos Dirigentes Cristãos de Empresas – ADCE-MG, foi Membro da Câmara de Petróleo e Gás da FIEMG, Diretor do CIEMG/FIEMG, Diretor do CEDIPRO-Divina Providência, Membro do Fórum Mineiro de Jovens Lideranças, Participa do Projeto Social Ação e Cidadania, foi Membro dos Novos Líderes-SP, Membro da Igreja Vida por Vidas, Debatedor do programa Radio Vivo 95.7 FM do Apresentador José Lino da Rádio Itatiaia, Intercambista pelo Rotary para Cidade de Kanzaki, no Japão, palestrante e autor de vários textos publicados.

da palavra Due Diligence<sup>2</sup> tem como seu nascedouro do Iuris Romani (Direito Romano) em sua expressão *diligentia quam suis rebus*<sup>3</sup>, onde o obligor<sup>4</sup>, ou seja, o “devedor”, ou aquele que tem uma obrigação para com outro” é responsável pelo nível de cuidado, normalmente em demonstração de sua idoneidade e transparência para com o credor ou o beneficiário nas transações negociais de compra e venda societárias.

No caso concreto, à luz do processo de M&A, podemos sugerir que o obligor neste caso, como citado acima, se perfaz na figura do vendedor da companhia, seja na figura do acionista, seja na figura da própria companhia, onde ambos tem o dever e a responsabilidade perante o comprador de apresentar todas as suas informações contábeis, financeiras, patrimoniais e econômicas de forma transparente, correta e verdadeira, tudo em conformidade com as regras, leis e compromissos assumidos perante o mercado e o comprador.

---

<sup>2</sup> *Due diligence* is a legal phrase that describes the act of making an appropriate level of investigation when considering a decision, being appropriately cautious. *Due diligence* often refers to the process of vetting a business that is for sale, looking at its assets and liabilities. *Due diligence* is also used to mean taking the necessary precautions to avoid the commission of an offense. The phrase *due diligence* is a combination of the words *due*, derived from the Latin word *debere* which means to owe, and *diligence*, derived from the Latin word *diligentia*, which means carefulness or attentiveness. The term *due diligence* has been in use in a legal sense since the mid-1400s. <https://grammarist.com/phrase/due-diligence/>

<sup>3</sup> Hausmaninger, Herbert (1985) “Diligentia Quam In Suis: A Standard of Contractual Liability from Ancient Roman to Modern Soviet Law, Cornell International Law Journal: Vol. 18: Iss. 2, Article 2. Disponível em: <<http://scholarship.law.cornell.edu/cilj/vol18/iss2/2>>. Acesso em: 28 jul. 2021.

<sup>4</sup> An obligor, also known as a debtor, is a person or entity who is legally or contractually obliged to provide a benefit or payment to another. In a financial context, the term “obligor” refers to a bond issuer who is contractually bound to make all principal repayments and interest payments on outstanding debt. The recipient of the benefit or payment is known as the obligee. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles/obligor> Acesso em: 20 ago. 2021.

A responsabilidade do vendedor em linha com o Direito Romano e Código Civil Napoleônico advém do *Bonus Pater Familiae*<sup>5</sup>, “Bom Pai de Família” ou “Homem Razoável” que teve a sua origem no julgamento do caso *Vaughan versus Menlove* do ano de 1837 na Inglaterra, onde, pela primeira vez, se ouviu a citação da expressão “Homem Razoável” ou “Reasonable Person or Man”<sup>6</sup>.

O tema central do julgamento, em breve síntese, foi a responsabilidade civil de um fazendeiro que construiu um monte de feno (palheiro) dentro dos limites de sua terra que fazia fronteira com propriedades de outros fazendeiros. A pilha de feno foi construída em formato de uma “chaminé” como forma de precaução para que o feno não pegasse fogo, o que não adiantou, pois o feno pegou fogo se espalhando nas propriedades vizinhas e queimando ainda duas casas. O fazendeiro tinha sido avisado pelos vizinhos por diversas vezes ao longo de um período de cinco semanas sobre os riscos da forma como o feno havia sido construído. Mesmo assim, o fazendeiro assumiu o risco dizendo que arriscaria e que, na sua concepção, essa seria a melhor forma construir o feno.

O processo foi julgado com base na *common law*, direito inglês, sendo o réu fazendeiro condenado, pois o júri o considerou negligente e que deveria ou seria obrigado a proceder com cautela razoável, como um homem prudente. Em apelação, o tribunal confirmou a decisão de primeira instância.

---

5 In Roman law, as in the subsequent civil law which has superceded it, civil liability is often determined against the standard of the civil law ‘s equivalent to the common law’s reasonable man: the *bonus paper familias*. In French-speaking jurisdictions, all civil law lawyers will recognize the term *bon pere de famille* as readily as a common law lawyer would recognize the term reasonable man. <http://www.duhaime.org/LegalDictionary/B/Bonuspaterfamilias.aspx>

6 PARKER, Wendy. The Reasonable Person: A Gendered Concept The Claiming the Law - Essays by New Zealand Women in Celebration of the 1993 Suffrage Centennial. Disponível em: <<https://wakespace.lib.wfu.edu/bitstream/handle/10339/26155/Parker%20Reasonable%20Person%20A%20Gendered%20Concept%2c%20The%20Claiming%20the%20Law%20-%20Essays%20by%20New%20Zealand%20Women%20in%20Celebration%20of%20the%201993%20Suffrage%20Centennial.pdf>> Acesso em: 02 ago. 2021.

O tribunal indicou que, embora este fosse um caso de primeira impressão, o padrão do “homem de prudência comum” era amparado por um dever de cuidado semelhante ao aplicado em casos de fiança, em que a responsabilidade era imposta apenas por negligência em relação a esse padrão. O tribunal também viu o padrão do “homem razoável” como apoiado pelo princípio estabelecido há muito tempo de que as pessoas devem usar sua propriedade de modo a não prejudicar terceiros (*sic utere tuo ut alienum non laedas*). Finalmente, o tribunal considerou que a questão de saber se o réu era responsável por negligência em violação do padrão de pessoa razoável era uma questão apropriada para o júri (“O cuidado de um homem prudente sempre foi a regra estabelecida; e como à suposta dificuldade de aplicá-la, um júri sempre soube dizer se, tomando essa regra por guia, houve negligência ...”).

A maioria dos códigos de direito civil, atualmente, contém um princípio geral de responsabilidade contratual, segundo o qual o devedor é responsável pelo nível de cuidado normalmente demonstrado por um homem prudente e consciencioso. Este padrão de responsabilidade é derivado do conceito de lei romana de *bonus pater familiae*, ou “o bom chefe de família”. Este conceito ainda aparece literalmente tradução no Código Civil francês (artigo 1137, *bon père de famille*) e seus derivados, 2 como o espanhol Código Civil e o Código Civil português de 1966.

No trecho abaixo do texto de Wendy Parker<sup>7</sup> – The reasonable person: a gendered concept ? – descreve que, apesar do julgamento que derivou a expressão “Homem Razoável” se referir ao contexto masculino, o termo deve se referir ao comportamento dos indivíduos, independente se são do sexo masculino ou feminino, levando em consideração que, no ano do julgamento do caso Vaughan versus Menlove, a mulher não era considerada plenamente capaz.

“The reasonable man standard has several functions. As is true of many legal abstractions, it provides a convenient shorthand way to apportion liability and thus resolve conflict. Many conflicts arise because of contradictions inherent in balancing individual needs with societal needs. The reasonable man concept promotes this balance by assuming an allegedly objective and neutral standard against which to measure competing interests and to apportion loss. As part of negligence law its function is to balance the desire for individual freedom of action with the desire to be free from harm from others. Negligence is conduct that fails to attain the balance between self-interest and altruism, and the reasonable man standard is one way of deciding where this balance lies.

(...)

O padrão do homem razoável tem várias funções. Como é verdade para muitas abstrações, ele fornece

---

<sup>7</sup> Law Teacher from Wake Forest University School of Law James A. Webster Professor of Public Law (2012-present); Professor (2003-12) Courses Taught: Civil Procedure (2005-17), Civil Rights Remedies (2004-17), Employment Discrimination (2013-16), Professional Development (2013- 14, 2016-17), Remedies (2003-13), Race & the Law (undergraduate course 2010), Torts (2003-07), Comparative Constitutional Law (2012) Awards: Joseph Branch Excellence in Teaching Award (2006-07) Significant Service: Faculty Evaluation (2011-2015); Academic Rules & Discipline (2011-16; chair 2013-17); Leadership Development Program (2011-12); Appointments (2004-10; chair 2007-10); Faculty Senate (2006- 08); Dean Search Committee (2006-07) University of Cincinnati College of Law Professor (2001-2003), Associate Professor (1999-2001), Assistant Professor (1996-1999) Courses Taught: Civil Procedure (1996-2003), Civil Rights (1999-2003), Evidence (1997-98), Remedies (1997-2002) Awards: Goldman Teacher of the Year (1999, 2002); Parker/McFarland Award of Excellence (2002); Harold C. Schott Law Review Award (2002)

uma maneira abreviada conveniente de repartir responsabilidades e, assim, resolver conflito. Muitos conflitos surgem por causa de contradições inerentes ao equilíbrio necessidades individuais com necessidades sociais. O conceito de homem razoável promove esse equilíbrio assumindo um padrão supostamente objetivo e neutro em relação ao qual medir interesses concorrentes e para repartir as perdas. Como parte da lei de negligência, sua função é equilibrar o desejo de liberdade individual de ação com o desejo de estar livre de danos de outros.

Negligência é a conduta falha na tentativa de se alcançar o equilíbrio entre o interesse próprio e altruísmo, e o homem razoável padrão é uma maneira de decidir onde esse equilíbrio reside.”

Em resumo, a expressão deu origem ao conceito responsabilidade e negligência, que atualmente reside na legislação societária Brasileira, Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, onde a palavra responsabilidade é citada 54 (cinquenta e quatro) vezes e no nosso atual Código Civil, Lei nº 10.406 de 10 de janeiro de 2002, onde a palavra responsabilidade, por sua vez, é citada 86 (oitenta e seis vezes).

O conceito de responsabilidade a que fazemos alusão é o conceito de Homem Ativo e Probo mencionado no art. 68, relativo aos deveres e atribuições do agente fiduciário e do artigo 153 da Lei das Sociedades Anônimas, nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, relativo à conduta dos Administradores do qual dispõem as sociedades por Ações,

#### “Deveres e Atribuições

Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora.  
§ 1º São deveres do agente fiduciário:

a) proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens;

#### SEÇÃO IV

Deveres e Responsabilidades

Dever de Diligência

Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.<sup>8</sup>

(grifo nosso)

### **3. CRIAÇÃO DA LEI QUE REGULA A SOCIEDADE POR AÇÕES**

No ano de 1976, o Presidente do Brasil era o Militar de Carreira e Ex-Presidente da Petrobrás Ernesto Beckmann Geisel, filho de imigrantes luteranos alemães, que havia nomeado para Ministro da Fazenda o então engenheiro e economista Mário Henrique Simonsen que, com seu empenho e brilhantismo, juntos, em 15 de dezembro do mesmo ano, promulgaram a Lei nº 6.404, atual Lei das Sociedades por Ações, mais conhecida como Lei das S/A.

Nesse diapasão, o legislador procurou, além de regular a sociedade por ações no Brasil, apresentar, na sua exposição de motivos, a necessidade de preservar as empresas nacionais e os acionistas e sócios minoritários das companhias de capital aberto e de capital fechado. Outro objetivo da exposição de motivos foi o fortalecimento do mercado de capitais a fim de trazer investimento, assegurar a sobrevivência das empresas privadas no Brasil e fixar

---

<sup>8</sup> BRASIL. Presidência da República. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)> Acesso em: 02 ago. 2021.

padrão de comportamento para os administradores, entre outros, como apresentado a seguir:

In verbis:

“... ”

Exposição de motivos, EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS Nº 196, DE 24 DE JUNHO DE 1976, DO MINISTÉRIO DA FAZENDA ao Excelentíssimo Senhor Presidente da República.

Seção IV – Deveres e Responsabilidades. Os artigos 154 a 161 definem, em enumeração minuciosa, e até pedagógica, os deveres e responsabilidades dos administradores. É Seção da maior importância no Projeto porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário. Não é mais possível que a parcela de poder, em alguns casos gigantesca, de que fruem as empresas – e através delas, seus controladores e administradores – seja exercido em proveito apenas de sócios majoritários ou dirigentes, e não da companhia, que tem outros sócios, e em detrimento, ou sem levar em consideração, os interesses da comunidade. As normas desses artigos são, em sua maior parte, meros desdobramentos e exemplificações do padrão de comportamento dos administradores definido pela lei em vigor – o do “homem ativo e probo na administração dos seus próprios negócios” (§7º do art. 116 do Decreto-lei nº 2.627) e, em substância, são as que vigoram, há muito tempo, nas legislações de outros povos; formuladas, como se encontram, tendo presente a realidade nacional, deverão orientar os administradores honestos, sem entorpecê-los na ação, com excessos utópicos. Servirão, ainda, para caracterizar e coibir abusos. (...)

5. Com o objetivo anteriormente definido – que, afinal, constitui a base institucional das Sociedades Anônimas – o Projeto busca elaborar um sistema baseado nos seguintes princípios:

a) ampla liberdade para o empresário escolher os valores mobiliários que melhor se adaptem ao tipo de empreendimento e às condições do mercado, num grande espectro de alternativas que vai da disciplina das novas ações, com ou sem valor nominal, à criação das várias espécies de debêntures, bônus de subscrição e partes beneficiárias (estas conservadas, porém com limitações);

b) a essa liberdade devem corresponder regras estritas de responsabilidade dos administradores, de direito e de fato (o acionista controlador);

c) a modernização da estrutura jurídica da grande empresa não pode ser imposta inopinadamente, mas exige um período mais ou menos longo para ser absorvida por empresários, pelo mercado e pelos investidores; daí o Projeto ter adotado, sempre que possível, a forma de opções abertas à empresa, que as adotará se e quando julgar conveniente (títulos novos, formas de administração, grupamentos de empresas e outros), não obstante as normas de proteção ao minoritário se revestirem de caráter cogente (comportamento e responsabilidade dos administradores, informações ao público, direitos intangíveis dos acionistas e outras);

d) para facilitar a compreensão da nova lei, foi mantida, em sua estrutura básica, a ordem das matérias observada pelo vigente Decreto-Lei n.º 2.627, de 1940, e, sempre que possível, a redação por este adotada;

e) a pequena e média empresas, que revestem a forma de sociedades anônimas fechadas, podem, em sua estrutura fundamental, continuar a funcionar como existem, sob o império da lei vigente; mais ainda, buscou-se dar-lhes maior flexibilidade

(adoção de espécies de ações ordinárias, facilidades nas publicações a serem feitas em resumo, etc.) e, correlatamente, instrumentá-las para servirem de suporte adequado para a formação de empreendimentos comuns (*joint ventures*);

f) atento ao fato básico de que as instituições mercantis – sobretudo na escala que a economia moderna lhes impõe – revestem-se de crescente importância social, com maiores deveres para com a comunidade em que vivem e da qual vivem, o Projeto introduziu o fato novo do dever de lealdade dessas instituições, imposto como norma de comportamento a controladores e administradores, para com o país; nesse dever estão igualladas empresas nacionais ou estrangeiras que aqui funcionem, de forma a construir o embasamento legal para um Código de Ética da grande empresa, nacional ou multinacional, o qual tende a constituir-se em imperativo da ciência universal;

g) os institutos novos para a prática brasileira – grupamento de sociedades, oferta pública de aquisição de controle, cisão de companhias e outros – estão disciplinados de forma mais simplificada para facilitar sua adoção, e no pressuposto de que venham a ser corrigidos se a prática indicar essa conveniência; as leis mercantis, sobretudo numa realidade em transformação, como é a do mundo moderno e especialmente a do Brasil, não podem pretender a perenidade, têm necessariamente vida curta, e o legislador deverá estar atento a essa circunstância para não impedir o seu aperfeiçoamento, nem deixar em vigor as partes legislativas ressecadas pelo desuso.

6. Estas, Senhor Presidente, as linhas mestras e os objetivos principais que inspiraram o anexo Projeto de Lei, que, caso venha a obter a concordância de Vossa Excelência e a aprovação do Congresso Nacional, poderá constituir-se em instrumento

essencial para a criação e o fortalecimento da empresa privada nacional.”

A Lei das S/As, como ficou conhecida no Brasil, foi um marco histórico para o mercado de capitais. De lá para cá ocorreram significativas melhorias tanto de melhoria e sofisticação da gestão como de investimentos estrangeiros e privados no mercado de capitais.

#### **4. CASO WATERGATE, FCPA, SOX E A ORIGEM DO COMPLIANCE**

No decorrer de sua existência, a Lei das S/As deparou-se com inúmeras leis regulatórias que foram introduzidas no Brasil, tendo em vista algumas crises do mercado de capitais mundiais, especialmente nos Estados Unidos, tais como caso Watergate<sup>9</sup> que ajudou a criação do FCPA (Foreign Corrupt Practices Act) e o caso Enron<sup>10</sup> que também ajudou na criação da lei “Sarbanes Oxley”

O caso Watergate foi um escândalo político desvendado por dois jornalistas americanos que investigaram sobre suposta tentativa de invasão e colocação de escutas no Comitê Nacional Democrata, no Complexo Watergate, na capital dos Estados Unidos. Os Jornalistas descobriram que o advogado e então Presidente dos Estados Unidos da América, Richard Nixon, contratou agentes infiltrados para colocar escutas dentro do Partido Democrata visando acesso a informações privilegiadas; descobriram ainda um grande esquema de pagamento de propinas e doações de empresas americanas a funcionários públicos estrangeiros.

---

9 BROKAW, Tom. The Fall of Richard Nixon: A Reporter Remembers Watergate, Tom Brokaw, US History

10 THE NEW YORK TIMES. Enron shareholders look to SEC for support in court. *Disponível em:* <<https://www.nytimes.com/2007/05/10/business/worldbusiness/10iht-enron.1.5648578.html#:~:text=The%20%2440%20billion%20lawsuit%20by,in%20banking%20fees%20from%20Enron>>. Acesso em: 30 ago. 2021.

Esses fatos impulsionaram a criação da do FCPA<sup>11</sup> (Foreign Corrupt Practices Act) em 1972, quando as autoridades norte-americanas realizaram uma investigação sobre doações corporativas para fins políticos que revelaram um grande esquema de pagamentos a funcionários públicos estrangeiros. As empresas utilizavam fundos off-shore<sup>12</sup> para o pagamento de propina aos funcionários públicos estrangeiros e assegurar seus negócios fora dos Estados Unidos.

Após as investigações, mais de 400 empresas admitiram pagamentos ilícitos, em montantes que somavam mais de US\$ 300 milhões. A referida investigação ficou conhecida como o caso Watergate e custou o segundo mandato do presidente Richard Nixon.

Diante do cenário de incertezas e informações a respeito do pagamento de subornos, os Estados Unidos decidiram aprovar o FCPA, com o objetivo de reduzir os casos de pagamento de propinas para funcionários públicos estrangeiros e restaurar a confiança das empresas norte-americanas no mundo dos negócios.

Além disso, os EUA também aprovaram o FCPA por estarem preocupados com a sua economia e precisarem proteger o mercado interno de ações. Muitas empresas negociam seus papéis na bolsa de valores norte-americana e os norte-americanos possuem tradição em investir na bolsa de valores. Assim, o FCPA busca combater o pagamento de propina fora dos Estados Unidos e punir a fraude nos livros contábeis e balanços das empresas. É por esta origem do FCPA que os programas de compliance possuem um enfoque tão grande no combate à corrupção.

Nesse mesmo sentido, após um grande escândalo denominado caso ERON, foi criada a Lei Sarbanes-Oxley que originou-se no nome do senador democrata Paul Sarbanes e pelo deputado Republicano

---

11 THE UNITED STATES DEPARTMENT OF JUSTICE. JM 9-47.120 FCPA Corporate Enforcement Policy. Disponível em <<https://www.justice.gov/jm/jm-9-47000-foreign-corrupt-practices-act-1977#9-47.120>>. Acesso em: 20 ago. 2021.

12 Fundos off-shore são investimentos realizados em ativos no exterior. Dessa forma, as aplicações estão sujeitas à legislação do país de origem, porém o gestor pode se estabelecer no Brasil.

Michael Oxley que, juntos, assinaram a lei em 30 de julho de 2002, criando regras contábeis.

O caso Enron foi um escândalo contábil envolvendo a Enron Corporation, uma empresa americana de energia com sede em Houston, Texas. Ao ser divulgado em outubro de 2001, a empresa declarou falência e sua firma de contabilidade, Arthur Andersen – então uma das cinco maiores sociedades de auditoria e contabilidade do mundo – foi efetivamente dissolvida. Além de ser a maior reorganização por falência da história dos Estados Unidos na época, a Enron foi citada como a maior falha de auditoria.

A Enron, através de seus executivos, por meio de relatórios fraudulentos e fantasiosos endossados pela empresa de Auditoria Arthur Andersen, escondeu bilhões de dólares em dívidas de projetos e negócios fracassados. Com a descoberta da fraude, registrou-se um dos maiores casos de falência dos Estados Unidos.

Atualmente grandes empresas com operações financeiras no exterior seguem a lei Sarbanes-Oxley. A lei também afeta dezenas de empresas brasileiras que mantêm ADRs (American Depositary Receipts) negociadas na NYSE, como a Petrobras, Ambev, Bunge Brasil, a GOL Linhas Aéreas, a Sabesp, a CPFL (Companhia Paulista de Força e Luz), a LATAM Airlines Brasil, a Brasil Telecom, Ultrapar (Ultragaz), a Companhia Brasileira de Distribuição (Grupo Pão de Açúcar), Banco Bradesco, Banco Itaú, TIM, Vale S.A., Vivo S.A., Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG), Natura Cosméticos S.A., Claro, Gerdau S.A. (Gerdau), Grupo Comercial Cencosud, CSN, Eletrobras, Stone Pagamentos, Brasilagro, Kantar IBOPE Media, Azul Linhas Aéreas Brasileiras, WEG, ADP, Ituran Brasil, Suzano Papel e Celulose e Nexa Recursos Minerais.

Neste diapasão, em consonância com a necessidade de adaptações à realidade da lei brasileira ao combate à corrupção, em 01 de agosto de 201 foi promulgada a Lei 12.846 que dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências, denominada como Lei Anticorrupção.

A Introdução da Lei Anticorrupção no Brasil trouxe no seu arcabouço inúmeras inovações às quais as empresas e o setor público precisaram se adaptar. Uma delas foi a necessidade de implementação de programa de compliance para toda e qualquer empresa que tenha relacionamento direto ou indireto com o poder público nos termos do artigo 1º e seguintes.

“Art. 1º Esta Lei dispõe sobre a responsabilização objetiva administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira.

Parágrafo único. Aplica-se o disposto nesta Lei às sociedades empresárias e às sociedades simples, personificadas ou não, independentemente da forma de organização ou modelo societário adotado, bem como a quaisquer fundações, associações de entidades ou pessoas, ou sociedades estrangeiras, que tenham sede, filial ou representação no território brasileiro, constituídas de fato ou de direito, ainda que temporariamente.

Art. 2º As pessoas jurídicas serão responsabilizadas objetivamente, nos âmbitos administrativo e civil, pelos atos lesivos previstos nesta Lei praticados em seu interesse ou benefício, exclusivo ou não.

Art. 3º A responsabilização da pessoa jurídica não exclui a responsabilidade individual de seus dirigentes ou administradores ou de qualquer pessoa natural, autora, coautora ou partícipe do ato ilícito.

§ 1º A pessoa jurídica será responsabilizada independentemente da responsabilização individual das pessoas naturais referidas no caput.

§ 2º Os dirigentes ou administradores somente serão responsabilizados por atos ilícitos na medida da sua culpabilidade.

Art. 4º Subsiste a responsabilidade da pessoa jurídica na hipótese de alteração contratual,

transformação, incorporação, fusão ou cisão societária.

§ 1º Nas hipóteses de fusão e incorporação, a responsabilidade da sucessora será restrita à obrigação de pagamento de multa e reparação integral do dano causado, até o limite do patrimônio transferido, não lhe sendo aplicáveis as demais sanções previstas nesta Lei decorrentes de atos e fatos ocorridos antes da data da fusão ou incorporação, exceto no caso de simulação ou evidente intuito de fraude, devidamente comprovados.

§ 2º As sociedades controladoras, controladas, coligadas ou, no âmbito do respectivo contrato, as consorciadas serão solidariamente responsáveis pela prática dos atos previstos nesta Lei, restringindo-se tal responsabilidade à obrigação de pagamento de multa e reparação integral do dano causado.”

Além dessa responsabilidade para as pessoas jurídicas ou empresas foi criado ainda o Cadastro Nacional de Empresas Punidas que pode ser facilmente acessado no Portal da Transparência – CNEP.<sup>13</sup>

## **5. PAR-PROCESSO ADMINISTRATIVO DE RESPONSABILIZAÇÃO**

Após a promulgação de Lei Anticorrupção em 2015, foi publicado o Decreto 8.420 de 18 de março de 2015, a fim de regulamentar a responsabilização objetiva administrativa de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, de que trata a lei anticorrupção.

---

13 BRASIL. Controladoria-Geral da União. Portal da Transparência. Cadastro Nacional de Empresas Punidas – CNEP. Disponível em: <<https://www.portaltransparencia.gov.br/sancoes/cnep?ordenarPor=nome&direcao=asc>> Acesso em: 23 ago. 2021.

O decreto mencionado cria a forma de apuração da responsabilidade administrativa da pessoa jurídica de acordo com o artigo 2º nos termos em que se segue:

“Art. 2º A apuração da responsabilidade administrativa de pessoa jurídica que possa resultar na aplicação das sanções previstas no art. 6º da Lei nº 12.846, de 2013, será efetuada por meio de Processo Administrativo de Responsabilização - PAR.”

Sobre o referido PAR – Processo Administrativo de Responsabilização – foi criado pelo Ministério da Transparência e Controladoria Geral da União um Manual Prático de Integridade<sup>14</sup>, com o objetivo de auxiliar, de forma prática, os servidores do Poder Executivo federal, especialmente aqueles que irão compor as Comissões de Processo Administrativo de Responsabilização – CPAR, a avaliarem o Programa de Integridade no âmbito do PAR. O Manual foi criado na tentativa de uniformizar e otimizar o processo de avaliação de Programa de Integridade, tornando-o mais objetivo e célere, bem como evitando discrepâncias entre as avaliações realizadas por diferentes órgãos e entidades.

Esse manual foi criado porque o artigo Art. 5º trata da instauração do PAR e o parágrafo 4º trata da existência ou não do Programa de Integridade para dosimetria de sanções, punições e multas a serem aplicadas em caso de apuração e comprovação de quaisquer irregularidades nos termos da Lei Anticorrupção.

Art. 5º No ato de instauração do PAR, a autoridade designará comissão composta por dois ou mais servidores estáveis, que avaliará fatos e

---

14 BRASIL. Ministério da Transparência e Controladoria-Geral da União. Manual prático de avaliação de programa de integridade em PAR. Disponível em: <<https://www.gov.br/infraestrutura/pt-br/centrais-de-conteudo/manual-pratico-integridade-par-pdf>> Acesso em 10 ago. 2021.

circunstâncias conhecidos e intimará a pessoa jurídica para, no prazo de trinta dias, apresentar defesa escrita e especificar eventuais provas que pretende produzir.

§ 4º Caso a pessoa jurídica apresente em sua defesa informações e documentos referentes à existência e ao funcionamento de programa de integridade, a comissão processante deverá examiná-lo segundo os parâmetros indicados no Capítulo IV, para a dosimetria das sanções a serem aplicadas.

Desta forma, chegamos ao artigo 41 e seguintes do Decreto Lei nº 8.420, que cria o Programa de Integridade para as empresas brasileiras:

“Art. 41. Para fins do disposto neste Decreto, programa de integridade consiste, no âmbito de uma pessoa jurídica, no conjunto de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e na aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta, políticas e diretrizes com objetivo de detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira.

Parágrafo Único. O programa de integridade deve ser estruturado, aplicado e atualizado de acordo com as características e riscos atuais das atividades de cada pessoa jurídica, a qual por sua vez deve garantir o constante aprimoramento e adaptação do referido programa, visando garantir sua efetividade.”

A criação do Programa de Integridade trouxe à tona a responsabilidade dos administradores, acionistas e representantes legais nos processos de compra e venda de companhias abertas e

fechadas, pois passou a ser um item muito importante na análise e toma de decisão nos processos de M&A.

O Buy Side, assim como o Sell Side, em caso de operação com empresas que tem relacionamento direta ou indiretamente com o poder público, devem observar se existe um verdadeiro programa de integridade implementado na companhia afim de evitar quaisquer problemas antes durante e depois do realizado o processo de M&A.

O PAR<sup>15</sup> é um processo administrativo sancionador que tem por objetivo apurar uma notícia de ocorrência de infração por parte de uma pessoa jurídica. Logo, a Administração Pública busca com o PAR produzir provas aptas a comprovar que a pessoa jurídica processada realizou o ato ilícito e, a partir dessa constatação, responsabilizá-la, aplicando-lhe as sanções previstas na Lei n. 12.846/2013. Desse modo, do ponto de vista da comissão processante, o objetivo do PAR é a produção de provas, garantindo o contraditório e a ampla defesa, para ao final fazer um juízo de valor quanto à responsabilização ou não da pessoa jurídica.

## 6. ORIGEM DO M&A

A maioria das histórias de fusões e aquisições começa no final do século XIX nos Estados Unidos. No entanto, as fusões historicamente coincidem com o nascimento das Empresas. Um dos casos mais antigos de fusões foi em 1708, onde, a Companhia das Índias Orientais se fundiu com um antigo concorrente para restaurar seu monopólio sobre o comércio Indiano. Outra fusão que se tem conhecimento ocorreu em 1784, onde dois bancos italianos, Monte dei Paschi e Monte Pio, foram unidos como Monti Reuniti e em 1821, a Hudson's Bay Company fundiu-se com a rival North West Company<sup>16</sup>.

---

15Op. Cit. Disponível em: <https://www.gov.br/infraestrutura/pt-br/centrais-de-conteudo/manual-pratico-integridade-par-pdf> Acesso em: 09 set. 2021.

16 WIKIPEDIA. Mergers and acquisitions (entry). Disponível em: <[https://en.wikipedia.org/wiki/Mergers\\_and\\_acquisitions](https://en.wikipedia.org/wiki/Mergers_and_acquisitions)>

O Grande Movimento de Fusão foi um fenômeno de negócios predominantemente americano que aconteceu de 1895 a 1905. Durante esse tempo, pequenas empresas, com pouca participação de mercado, consolidaram-se com empresas semelhantes para formar instituições grandes e poderosas que dominaram seus mercados, como a Standard Oil Company, que em seu auge controlou quase 90% da indústria global de refinaria de petróleo. Estima-se que mais de 1.800 dessas empresas desapareceram em consolidações, muitas das quais adquiriram participações substanciais dos mercados em que operavam.

Os veículos usados eram os chamados trustes. Em 1900, o valor das empresas adquiridas em fusões era de 20% do PIB. Em 1990, o valor era de apenas 3% e, de 1998 a 2000, girava em torno de 10 a 11% do PIB.

No processo de M&A é um movimento mercadológico entre companhias que tem como objetivos a consolidação do mercado ou quase monopólio para aumento das margens, diminuição dos concorrentes e, especialmente, o ganho de sinergias operacionais, com ganho de escala e diminuição de custo.

Existem diversas formas de se fazer M&A. Atualmente, há inúmeras possibilidades desde uma parceria comerciais, de produção, de desenvolvimento de produtos, até uma fusão, incorporação, ou por aquisição.

Apesar de ser uma alternativa de crescimento para as companhias, e um bom discurso para os investidores e oportunidades de ganhos em valuation, o índice de acertos, ou seja, o índice de fusões e aquisição que realmente dão certo são menos do que 40% (quarenta por cento) do total no mundo.

Um dos motivos desse resultado negativo do sucesso da operação de M&A é devido ao PMI (Post Merger Integration) que é sempre muito atrelado à cultura das companhias e ao perfil das pessoas que trabalham nas companhias; tanto de quem adquire a empresa quanto de quem é adquirido, tais como empresas tradicionais quando adquirem empresas do Vale do Silício e vice e versa.

Mesmo com o baixo índice, o M&A continua sendo uma tendência mundial no mundo corporativo, de acordo com o relatório da TTR Latam (Transactional Track Record Latino American) de agosto de 2021, diz que:

“O mercado de M&A na América Latina registrou um total de 280 fusões e aquisições em agosto de 2021, entre anunciadas e fechadas, por um valor agregado de US \$ 7.511 milhões.

Nos primeiros oito meses do ano ocorreram um total de 2.084 transações, das quais 1.031 registram um valor combinado de USD 100.129 milhões, o que representa um aumento de 36,93% no número de transações e 176,48% aumento no valor destas, em relação a agosto de 2020.

Em número de operações, o Brasil lidera o ranking dos países mais ativos da região com 1.453 operações. Em segundo lugar no ranking está o México, com 226 operações e um crescimento de 196% em seu montante em relação a agosto de 2020.”

De acordo com o processo de evolução do M&A no Brasil e no mundo, inclusive com o advento das leis já mencionadas nesse artigo, nunca foi tão importante conhecer a cultura, os meios, processos e procedimentos de fazer negócio dos chamados Targets (companhias a serem adquiridas), especialmente e não menos relevante, o conhecimento das pessoas chaves das Companhias Target’s CEO – Chief Executive Officer, CTO – Chief Technology Officer, COO – Chief Operating Officer, CFO – Chief Financial Officer, CPO – Chief Product Officer, CMO – Chief Marketing Officer, CISO – Chief Information Security Officer, CISO – Chief Information Security Officer, e demais C levels das companhias e seus subordinados.

Um processo de M&A pode resultar em muito sucesso como atualmente um caso de uma Due Diligence malfeita pode se tornar um grande desastre, levando até à falência ou mais famoso Chapter 11 nos Estados Unidos.

A Deloitte, através de um estudo de caso de M&A, constatou que a maioria das empresas não faz sua devida diligência antes de adquirir outra empresa pelos seguintes motivos:

Tempo;  
Custo;  
Conhecimento existente da indústria e  
**Não vê o valor da devida diligência**  
(grifo nosso)

As transações que passam por um processo de devida diligência têm mais probabilidade de sucesso.

Qualquer transação de M&A, independentemente do tamanho ou estrutura, pode ter um impacto significativo na empresa adquirente. O desenvolvimento e implementação de um processo robusto de devida diligência pode levar a uma avaliação muito melhor dos riscos e benefícios potenciais de uma, permitir a renegociação de preços e outros termos-chave e facilitar o caminho para uma integração mais eficaz.

As fusões e aquisições podem impedir a inovação por má gestão ou diferenças culturais entre as empresas. Eles também podem criar gargalos ao interromper o fluxo de inovação com muitas políticas e procedimentos da empresa.

As empresas dominantes no mercado também podem ser o seu próprio desaparecimento quando se deparam com uma oportunidade de M&A

A complacência e a falta de devida diligência podem fazer com que a empresa dominante no mercado perca o valor de um produto ou serviço inovador muito rapidamente.

Além de tudo que já foi explanado, em apertada síntese sobre M&A, o grande risco para as Companhias são multas exorbitantes que podem ser geradas pela falta de uma correta due diligence essencialmente de Integridade, o que passamos a explicar a seguir.

## 7. PROGRAMA DE INTEGRIDADE

É neste contexto que o artigo 41 e seguintes do Decreto Lei nº 8.420 regulamenta a Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013, que dispõe sobre a responsabilização administrativa de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira e dá outras providências, traz para o ordenamento jurídico a figura do Programa de Integridade.

“Art. 41. Para fins do disposto neste Decreto, programa de integridade consiste, no âmbito de uma pessoa jurídica, no conjunto de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e na aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta, políticas e diretrizes com objetivo de detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira.

Parágrafo Único. O programa de integridade deve ser estruturado, aplicado e atualizado de acordo com as características e riscos atuais das atividades de cada pessoa jurídica, a qual por sua vez deve garantir o constante aprimoramento e adaptação do referido programa, visando garantir sua efetividade.”

A criação do Programa de Integridade trouxe à tona a responsabilidade dos administradores, acionistas e representantes legais nos processos de compra e venda de companhias abertas e fechadas, pois passou a ser um item muito importante na análise e tomada de decisão nos processos de M&A.

O objetivo desta regulamentação é dar mais transparência e elencar os requisitos legais e necessários para apuração do PAR, Processo Administrativo de Responsabilização. No Artigo 5º, no ato de

instauração do PAR, a autoridade designará comissão, composta por dois ou mais servidores estáveis, que avaliará fatos e circunstâncias conhecidos e intimará a pessoa jurídica para, no prazo de trinta dias, apresentar defesa escrita e especificar eventuais provas que pretende produzir.

O PAR<sup>17</sup> é um processo administrativo sancionador que tem por objetivo apurar uma notícia de ocorrência de infração por parte de uma pessoa jurídica. Logo, a Administração Pública busca com o PAR produzir provas aptas a comprovar que a pessoa jurídica processada realizou o ato ilícito e, a partir dessa constatação, responsabilizá-la aplicando-lhe as sanções previstas na Lei n. 12.846/2013. Desse modo, do ponto de vista da comissão processante, o objetivo do PAR é a produção de provas, garantindo o contraditório e a ampla defesa, para ao final fazer um juízo de valor quanto à responsabilização ou não da pessoa jurídica.

## **8. DUE DILIGENCE DE INTEGRIDADE**

A palavra integridade tem origem do latim *integritate*, significa a qualidade de alguém ou algo a ser íntegro, de conduta reta, pessoa de honra, ética, educada, brioso, pundonoroso, cuja natureza de ação nos dá uma imagem de inocência, pureza ou castidade, o que é íntegro, é justo e perfeito, é puro de alma e de espírito.<sup>18</sup> O conceito de integridade revela diretamente o objetivo da Due Diligence no seu significado mais amplo e profundo, o que se busca é sempre a verdade por trás das empresas e das pessoas. Essa verdade poderíamos chamar de foot print da Integridade.

A Due Diligence de Integridade é um fator primordial entre as transações de M&A no Brasil. Hoje não basta que as empresas

---

17 BRASIL, República Federativa do. Ministério da Transparência e Controladoria-Geral da União. Manual prático de Avaliação de Programa de Integridade em PAR. Disponível em: <https://www.gov.br/infraestrutura/pt-br/centrais-de-conteudo/manual-pratico-integridade-par-pdf> Acesso em: 25 ago. 2021.

18 KILINGER, Barbara. Integrity: Doing the Right Thing for the Right Reason. [S.l.]: McGill-Queen's University Press. 2010. p. 12. ISBN 9780773582804

(companhias) apenas tenham a aparência de uma reputação e condutas honestas e íntegras perante o mercado; é preciso que realmente as organizações adotem práticas e condutas sérias, honestas e íntegras.

Existe uma máxima no mercado segundo a qual “Integrity companies want to interact with Integrity Companies” ou seja, empresas íntegras querem se relacionar com empresas Íntegras e, por sua vez, a forma de assegurar essa integridade é a realização de uma Due Diligence de Integridade profunda e ampla afim de mitigar riscos e evitar possíveis sanções administrativas e ou judiciais.

A partir das exigências legais impostas no Brasil com o advento da Lei nº 2.846/2013, a Due Diligence de Integridade ganhou notoriedade quando passou a ser exigida no processo de seleção de fornecedores da Petrobrás como parte do Programa de Prevenção à corrupção em 2014.

Saber quem são as empresas atrás dos contratos passou a ser uma obrigação legal e dever das contratantes, pois a responsabilização e punição por atos de corrupção contra a administração pública não apenas atinge as contratadas como também as contratantes.

A DDI, como é chamada na prática, é a checagem de antecedentes da pessoa jurídica e das pessoas físicas a ela relacionadas (sócios e administradores). É comum a utilização de check-lists com perguntas enviadas às empresas com o objetivo de extrair informações sobre o histórico de reputação delas e seus diretores estatutários, além da análise de suas políticas de combate à corrupção.

É importante mencionar que a DDI não deve ser realizada somente no ato ou início do processo de contratação. Ela deve ser realizada sempre ao longo do relacionamento contratual e da parceria comercial estabelecida.

A DDI, por sua vez, ajuda na formação do GRI (Grau de Risco de Integridade) das empresas, índice que é disponibilizado ao final do processo de avaliação que pode variar entre alto, médio ou baixo.

O cálculo do GRI será o resultado das análises dos fatores de risco de integridade. Geralmente, os fatores avaliados são perfil do

fornecedor, reputação e histórico, setor em que a empresa atua e se existe implementado um Programa de Integridade.

Atualmente, na cadeia de valor, dentro de um processo de M&A, atualmente, o Programa de Integridade é como um bem intangível e muito valioso que pode ser adicionado ao Equity Value e ou Enterprise Value; além de fazer parte da Governança Corporativa e do ESG (Environmental, social and corporate governance) na avaliação da consciência coletiva de uma empresa em relação aos fatores sociais e ambientais.

A regulamentação da DDI se torna obrigatória através do art. 42 do Decreto nº 8.420/2015 que tem seu objetivo primordial prevenir relações com terceiros e mitigar alguns riscos, senão vejamos:

“Art. 42. Para fins do disposto no § 4º do art. 5º, o programa de integridade será avaliado, quanto a sua existência e aplicação, de acordo com os seguintes parâmetros:

I – comprometimento da alta direção da pessoa jurídica, incluídos os conselhos, evidenciado pelo apoio visível e inequívoco ao programa;

II – padrões de conduta, código de ética, políticas e procedimentos de integridade, aplicáveis a todos os empregados e administradores, independentemente de cargo ou função exercidos;

III – padrões de conduta, código de ética e políticas de integridade estendidas, quando necessário, a terceiros, tais como, fornecedores, prestadores de serviço, agentes intermediários e associados;

IV – treinamentos periódicos sobre o programa de integridade;

V – análise periódica de riscos para realizar adaptações necessárias ao programa de integridade;

VI - registros contábeis que reflitam de forma completa e precisa as transações da pessoa jurídica;

VII – controles internos que assegurem a pronta elaboração e confiabilidade de relatórios e demonstrações financeiros da pessoa jurídica;

- VIII – procedimentos específicos para prevenir fraudes e ilícitos no âmbito de processos licitatórios, na execução de contratos administrativos ou em qualquer interação com o setor público, ainda que intermediada por terceiros, tal como pagamento de tributos, sujeição a fiscalizações, ou obtenção de autorizações, licenças, permissões e certidões;
- IX – independência, estrutura e autoridade da instância interna responsável pela aplicação do programa de integridade e fiscalização de seu cumprimento;
- X – canais de denúncia de irregularidades, abertos e amplamente divulgados a funcionários e terceiros, e de mecanismos destinados à proteção de denunciante de boa-fé;
- XI – medidas disciplinares em caso de violação do programa de integridade;
- XII – procedimentos que assegurem a pronta interrupção de irregularidades ou infrações detectadas e a tempestiva remediação dos danos gerados;
- XIII – diligências apropriadas para contratação e, conforme o caso, supervisão, de terceiros, tais como, fornecedores, prestadores de serviço, agentes intermediários e associados;
- XIV – verificação, durante os processos de fusões, aquisições e reestruturações societárias, do cometimento de irregularidades ou ilícitos ou da existência de vulnerabilidades nas pessoas jurídicas envolvidas;
- XV – monitoramento contínuo do programa de integridade visando seu aperfeiçoamento na prevenção, detecção e combate à ocorrência dos atos lesivos previstos no art. 5º da Lei nº 12.846, de 2013; e
- XVI – transparência da pessoa jurídica quanto a doações para candidatos e partidos políticos.

§ 1º Na avaliação dos parâmetros de que trata este artigo, serão considerados o porte e especificidades da pessoa jurídica, tais como:

I – a quantidade de funcionários, empregados e colaboradores;

II – a complexidade da hierarquia interna e a quantidade de departamentos, diretorias ou setores;

III – a utilização de agentes intermediários como consultores ou representantes comerciais;

IV – o setor do mercado em que atua;

V – os países em que atua, direta ou indiretamente;

VI – o grau de interação com o setor público e a importância de autorizações, licenças e permissões governamentais em suas operações;

VII – a quantidade e a localização das pessoas jurídicas que integram o grupo econômico; e

VIII – o fato de ser qualificada como microempresa ou empresa de pequeno porte.

§ 2º A efetividade do programa de integridade em relação ao ato lesivo objeto de apuração será considerada para fins da avaliação de que trata o caput.

§ 3º Na avaliação de microempresas e empresas de pequeno porte, serão reduzidas as formalidades dos parâmetros previstos neste artigo, não se exigindo, especificamente, os incisos III, V, IX, X, XIII, XIV e XV do caput.

§ 4º Caberá ao Ministro de Estado Chefe da Controladoria-Geral da União expedir orientações, normas e procedimentos complementares referentes à avaliação do programa de integridade de que trata este Capítulo.

§ 5º A redução dos parâmetros de avaliação para as microempresas e empresas de pequeno porte de que trata o § 3º poderá ser objeto de regulamentação por ato conjunto do Ministro de Estado Chefe da Secretaria da Micro e Pequena Empresa e do

Ministro de Estado Chefe da Controladoria-Geral da União.

Como podemos perceber, a regra do Art. 42, acima prescrita, é taxativa e não cabem muitas interpretações para salvaguardar as penalidades aplicadas nas empresas e seus agentes em atos de corrupção. Ou a empresa tem um programa real de Integridade com regras claras e que esteja em prática ou fatalmente será autuado em casos de corrupção.

Atualmente, no Brasil, existem inúmeras empresas e executivos autuados e respondendo cível e criminalmente por atos de corrupção contra a administração pública. É importante ressaltar que o Programa de Integridade deve ser implementado por empresas que atuam direta ou indiretamente com a administração pública, o que reforça ainda mais a necessidade de uma boa e profunda DDI em casos de M&A.

Essa necessidade é um mecanismo de proteção e defesa para aos investidores stakeholders e demais envolvidos nos processos de compra e venda de empresas em todo mundo corporativo.

Quem anda com integridade anda com segurança,  
mas quem segue veredas tortuosas será descoberto.  
(Provérbios 10:9)<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> BÍBLIA ONLINE. Provérbios, 10:9. Disponível em: <<https://www.bibliaonline.com.br/nvi/pv/10/>>.

## REFERÊNCIAS

BÍBLIA ONLINE. **Provérbios, 10:9**. Disponível em: <<https://www.bibliaonline.com.br/nvi/pv/10/9>>.

BRASIL. Ministério da Transparência e Controladoria-Geral da União. Portal da Transparência. **Cadastro Nacional de Empresas Punidas – CNEP**. Disponível em: <<https://www.portaltransparencia.gov.br/sancoes/cnep?ordenarPor=nome&direcao=asc>> Acesso em: 23 ago. 2021.

*Op. Cit.* Disponível em: <<https://www.gov.br/infraestrutura/pt-br/centrais-de-conteudo/manual-pratico-integridade-par-pdf>> Acesso em 10 ago. 2021.

*Op. Cit.* Disponível em: <<https://www.gov.br/infraestrutura/pt-br/centrais-de-conteudo/manual-pratico-integridade-par-pdf>> Acesso em 10 ago. 2021.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm)> Acesso em: 02 ago. 2021.

BROKAW, Tom. **The Fall of Richard Nixon: A Reporter Remembers Watergate**, Tom Brokaw, US History

CAMBRIDGE DICTIONARY. **Obligor** (entry). Disponível em: <<https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles/obligor>> Acesso em: 04 ago. 2021.

GRAMMARIST. **Due diligence** (entry). Disponível em: <https://grammarist.com/phrase/due-diligence/> Acesso em: 04 set. 2021.

Hausmaninger, Herbert (1985). *Diligentia Quam In Suis: A Standard of Contractual Liability from Ancient Roman to Modern Soviet Law*, **Cornell International Law Journal**: Vol. 18: Iss. 2, Article 2. Disponível em: <<http://scholarship.law.cornell.edu/cilj/vol18/iss2/2>>. Acesso em: 28 jul. 2021.

KILINGER, Barbara. **Integrity: Doing the Right Thing for the Right Reason**. [S.l.]: McGill-Queen's University Press. 2010. p. 12. ISBN 9780773582804

PARKER, Wendy. **The Reasonable Person: A Gendered Concept The Claiming the Law** - Essays by New Zealand Women in Celebration of the 1993 Suffrage Centennial. Disponível em: <<https://wakespace.lib.wfu.edu/bitstream/handle/10339/26155/Parker%20Reasonable%20Person%20A%20Gendered%20Concept%2c%20The%20Claiming%20the%20Law%20-%20Essays%20by%20New%20Zealand%20Women%20in%20Celebration%20of%20the%201993%20Suffrage%20Centennial.pdf>> Acesso em: 02 ago. 2021.

THE NEW YORK TIMES. **Enron shareholders look to SEC for support in court**. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2007/05/10/business/worldbusiness/10iht-enron.1.5648578.html#:~:text=The%20%2440%20billion%20lawsuit%20by,in%20banking%20fees%20from%20Enron>>. Acesso em: 30 ago. 2021.

THE UNITED STATES DEPARTMENT OF JUSTICE. JM 9-47.120 **FCPA Corporate Enforcement Policy**. Disponível em <<https://www.justice.gov/jm/jm-9-47000-foreign-corrupt-practices-act-1977#9-47.120>>. Acesso em: 20 ago. 2021.

WIKIPEDIA. **Mergers and acquisitions (entry)**. Disponível em: <[https://en.wikipedia.org/wiki/Mergers\\_and\\_acquisitions](https://en.wikipedia.org/wiki/Mergers_and_acquisitions)> Acesso em: 04 set. 2021.



Franchesco Leopoldino Palhares

**OS EFEITOS DO DESCUMPRIMENTO  
OU VERIFICAÇÃO DA FALSIDADE DAS  
DECLARAÇÕES E GARANTIAS (REPS  
& WARRANTIES) NOS PROCESSOS  
DE M&A: É possível anular uma  
alienação de participação já levada  
a efeito com a transferência de  
ações e, principalmente, a entrega  
do controle/administração de uma  
companhia ao adquirente?**

**RESUMO:** Este artigo pretende analisar a cláusula de Declarações e Garantias (Reps & Warranties) extraída do sistema common law nas operações de alienação de participações societárias e sua aplicabilidade no Brasil, um país que adota o sistema jurídico codificado (civil law) e se as normas e princípios vigentes aqui poderiam trazer algum tipo de controvérsia na adoção do sistema oriundo do common law.

Analisar-se-á, ainda, eventuais efeitos do descumprimento e casos de oferecimento de garantia falsa nas operações de aquisição de participações societárias e se é possível, dentro desse cenário, anular o negócio jurídico celebrado quando já levada a efeito a transferência de ações e, principalmente, a entrega do controle/administração de uma companhia ao adquirente.

**Palavras-chave:** Direito Societário – Fusões e Aquisições – Declarações e Garantias (Reps & Warranties) – contratos de cessão de participações societárias – Descumprimento – Efeitos.

**ABSTRACT:** This article intends to analyze a clause extracted from the common North American system of Declarations and Guarantees (Reps & Guarantees) in the operations of sale of equity interests and its applicability in Brazil, a country that adopts the codified legal system (civil law) which has a broad normative framework that could lead to the non-importation of the institute imported from US legislation.

It will also be possible to effect the effects of default and as hypotheses of offering a false guarantee in the acquisition of equity interests and, if possible, in this scenario, cancel the legal transaction

---

<sup>1</sup> Advogado. Especialista em Direito de Empresa pelo Instituto de Educação Continuada (IEC) da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC MINAS). Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Sócio da Messano Advogados. Atua com negociação, estruturação e implementação de operações de fusões e aquisições, reestruturações societárias, planejamento sucessório, mercado de capitais e fundos de investimento em geral.

entered into at the time of transfer of shares. and, mainly, the transfer of control / management of a business to the acquirer.

**Keywords:** Corporate Law – Mergers and Acquisitions – Representations and Warranties (Reps & Warranties) – contracts for the assignment of equity interests – Non-compliance – Effects.

## 1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho visa propor uma discussão acerca dos efeitos do descumprimento ou verificação da falsidade das declarações e garantias nas operações de cessão de participações societárias e, ainda, se é possível anular uma alienação de participação já levada a efeito com a transferência de ações e, principalmente, se já tiver sido realizada a entrega do controle/administração de uma companhia ao adquirente.

São objetivos do presente artigo demonstrar que tal instituto é importado do sistema de common law, que não dispõe de contratos típicos e previstos na legislação codificada. Além disso, o ordenamento jurídico pátrio consagra o princípio da boa-fé, a necessidade de guardar lealdade nas negociações, amplo dever informativo e, por essa razão, no direito brasileiro e outros oriundos do direito romano, a recepção e adoção de cláusulas de Reps & Warranties tem diferentes conotações, não possuindo natureza jurídica objetiva e uníssona, sendo recepcionada nos tribunais judiciais e arbitrais de diversas maneiras.

Além disso, pretende comprovar que as declarações e garantias, uma vez contidas no contrato de cessão de participações societárias, geralmente trazem rigorosas sanções em caso de descumprimento, como as cláusulas de indenização que estipulam multas pecuniárias e até a possibilidade de desfazimento do negócio em casos extremos (rescission), restituição dos benefícios e vantagens recebidas de uma parte a outra, ou manter o contrato e pedir indenização pecuniária dos prejuízos sofridos.

A metodologia empregada foi a de pesquisa bibliográfica, através de livros, artigos, jurisprudência dos Tribunais brasileiros, norteamericanos e a legislação constitucional e infraconstitucional.

## **2. CONCEITO DAS DECLARAÇÕES E GARANTIAS**

Conforme exposto na introdução, o tema central do trabalho é debater a natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias importadas do common law para o direito brasileiro como forma de assunção de responsabilidade contratual para proteger a outra parte contra adversidades da sociedade-alvo que ficariam desguarnecidos ou com pouca proteção pelos institutos pré-existentes no direito brasileiro (civil law), tais como os limites dos vícios de vontade e da responsabilidade pré-contratual.

Partindo da premissa de que o desfazimento do negócio é uma consequência jurídica indesejada em contratos de aquisição de participações societárias, o grande desafio é equilibrar duas classes de interesses entre as partes envolvidas em alienação de participação, quais sejam: i) impor responsabilidades ao alienante por vícios da sociedade-alvo que possam afetar diretamente a relação entre a proposta feita pelas ações ou quotas e o seu valor real ante alguma contingência identificada; ii) oferecer uma via eficiente para o adquirente obter ressarcimento por eventuais perdas.

Cumpre trazer ao presente artigo, um breve relato histórico da origem etimológica do instituto das declarações e garantias, bem como alguns conceitos trazidos pela doutrina estudiosa do direito privado.

Ab initio, é importante dizer que o ordenamento jurídico pátrio possui um regramento próprio e claro para as operações de fusões, incorporações e cisões, mas que são insuficientes para tutelar as operações de transferência de participações societárias. O instituto da sucessão empresarial traz obrigações que, em certos casos, são desconhecidos pelas partes.

Para minimizar e mitigar esse desconforto, é imprescindível a realização de um processo detalhado de due diligence, cujo principal

objetivo é identificar as principais contingências da sociedade alvo, validar premissas utilizadas na oferta (seja vinculante ou não) e fornecer subsídios para o ajuste de preço final e a cláusula de indenização.

No ordenamento jurídico brasileiro, a doutrina é pacífica no sentido de que a cláusula de Reps & Warranties deve representar um papel de proteção as partes envolvidas, refletindo uma declaração de uma parte a outra acerca de determinado fato, condicionado a uma indenização por quaisquer danos decorrentes de falsidade ou inexatidão do que foi declarado, senão vejamos:

A “garantia” é uma declaração acerca de determinado fato, que fica obrigado a indenizar quaisquer danos decorrentes de falsidade ou inexatidão do fato declarado, quer por meio do reembolso ao comprador do valor de tais prejuízos, quer mediante a redução proporcional do preço.<sup>2</sup>

E ainda:

As declarações e garantias prestadas pelo vendedor visam principalmente: (i) servir como um meio para persuadir o vendedor a divulgar e tornar disponível ao comprador a maior quantidade possível de informações sobre o negócio a ser adquirido, anteriormente à conclusão da operação; (ii) conforme o desenrolar das informações reveladas pelo vendedor e sua importância para a continuidade dos negócios a serem adquiridos, pode servir como argumento do comprador para desistir do negócio diante da relevância e gravidade destas informações; (iii) servir como base para fixação de significativa indenização na hipótese de quaisquer destas declarações e garantias virem a ser

---

<sup>2</sup> NEJM, Edmundo e BRUNA, Sergio Varella. Due diligence – identificando contingências para prever riscos futuros. In: SADDI, Jairo. Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002. p. 216.

declaradas inverídicas e omissas após o comprador tomar controle do negócio com o fechamento da operação. Inclusive, a fixação de uma vultosa indenização serve ainda como meio para assegurar a exatidão e veracidade das informações reveladas pelo vendedor com relação à situação do negócio objeto do contrato.<sup>3</sup>

Trazendo os ensinamentos acima mencionados para a prática das operações de transferência de participação societária, as cláusulas de declarações e garantias, aliadas à de indenização, devem cobrir todos os temas que sejam pertinentes a operação, em especial aqueles que estejam inseridos dentre as maiores preocupações – ou contingências – das partes.

O segundo escopo, mas não menos importante, é o seu caráter informativo que é imprescindível para fornecimento de informações detalhadas a respeito da sociedade alvo, alertando o comprador para contingências que exijam uma investigação mais detalhada.

A terceira finalidade das declarações e garantias é justamente possibilitar uma estruturação de indenização caso seja constatada uma declaração falsa ou incompleta, fixando um quantum indenizatório para reparação, podendo, em casos mais extremos, facultar ao comprador a desistência da celebração do negócio.

As declarações e garantias em conjunto com as condições precedentes a celebração do negócio e o ajuste de preço entre o signing e o closing são cruciais para determinar o sucesso da operação, já que garantem que as partes possuem informações suficientes para fazer um juízo de valor do deal e que as declarações são corretas e determinam as consequências de um descumprimento de forma objetiva.

---

3 ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão Empresarial: Declarações e Garantias – o Papel da Legal Due Diligence. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. Reorganização Societária. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 110. No mesmo sentido, CRAWFORD, Dewey B. O Acordo de Aquisição. In: KEY, Stephen L. Guia da Ernst & Young para administração de fusões e aquisições. Rio de Janeiro: Record, 1995. p. 114- 115.

Via de regra, há uma divergência entre as declarações e garantias prestadas pelo vendedor das participações societárias e o comprador, já que ocupam papéis e funções distintas na negociação e possuem preocupações peculiares ao papel assumido.

O vendedor costuma preocupar-se com a capacidade de pagamento do comprador, além das autorizações societárias para concretização do negócio, a existência da liquidez prometida para pagamento na data do fechamento. Se houver a possibilidade de permanência do vendedor na operação (earn out), cujo pagamento será realizado ao longo do tempo, é natural que o vendedor se preocupe e exija declarações mais profundas acerca da capacidade de pagamento.

Por outro lado, o comprador costuma preocupar-se com a condição operacional dos ativos, natureza e valor das contingências, passivo trabalhistas, tributários, contratos celebrados com clientes e a situação do estabelecimento empresarial. É importante mencionar que cada tipo de negociação traz em seu bojo suas peculiaridades, como no caso de aquisição de participação societária no setor industrial, que atrai para si uma grande preocupação ambiental, por exemplo.

Não há nenhuma regulamentação específica para as declarações e garantias em virtude da ausência de legislação robusta no sistema adotado pelo direito brasileiro, o que pode ensejar questionamento em caso de eventuais omissões perante o Poder Judiciário ou a arbitragem, se assim for pactuado pelas partes na celebração do contrato.

### **3. PRINCÍPIOS E PREMISSAS APLICÁVEIS AS DECLARAÇÕES E GARANTIAS**

Como dito no tópico anterior, por não haver no direito positivado brasileiro normas claras e robustas acerca da interpretação das cláusulas de declarações e garantias, recorre-se as normas oriundas dos países que adotam o sistema common law e a princípios do direito civil para nortear as declarações e garantias.

O princípio basilar é a autonomia da vontade e a liberdade para contratar que permite as partes estipular de forma livre os

norteamentos do negócio jurídico, que deve vir sempre acompanhado da boa-fé e da função social dos contratos.

A boa-fé pode ser verificada na observância dos deveres de lealdade entre os contratantes, resguardando o dever das partes de agir sem o intuito de prejudicar ou obter vantagens indevidas, desde as tratativas iniciais, na concepção, formação e na extinção contratual.

A doutrina civilista clássica elenca a boa-fé no Código Civil com uma função tripartite: a) interpretativa; b) integradora; c) mitigadora. Em festejada obra acerca da matéria, Araken de Assis aduz que:

À boa-fé se reconhecem, usualmente, três funções independentes: a) função interpretativa: o sentido e o alcance das cláusulas contratuais, no caso de divergências, obtêm-se através da referida regra de conduta; b) função integradora: explicita os deveres dos figurantes e os amplia, implicando o frequente nascimento de deveres laterais ou anexos às obrigações principais e secundárias dos figurantes. c) função mitigadora: demarca limites à pretensão do credor perante o devedor.<sup>4</sup>

As partes envolvidas em operações societárias deverão conduzir com boa-fé durante todo o processo, desde a fase embrionária de troca de informações confidenciais, bem como na obrigatoriedade de não apresentar informações falsas, incompletas ou que omitem situações que poderiam influenciar e alterar o juízo de valor da outra parte acerca do negócio, ensejando até mesmo um dealbreaker. As condutas mencionadas anteriormente são reprováveis e passíveis de punições diversas, que serão esmiuçadas mais à frente.

---

<sup>4</sup> ASSIS, Araken de. Comentários ao Código Civil Brasileiro, v. 5: do direito das obrigações. Rio de Janeiro: Forense, 2007. p. 92.

### 3.1 DECLARAÇÕES E GARANTIAS E OUTRAS CLÁUSULAS CONTRATUAIS

Dada a complexidade das operações que envolvem combinações de negócios, é bastante comum que o signing e o closing não ocorram no mesmo momento. E tal fato possui uma explicação bastante simplória: é corriqueiro que seja necessária aprovação de algum órgão regulatório, obtenção de anuência de terceiros em contratos, atendimento das condições precedentes e suspensivas, dentre outros exemplos que variam de acordo com o caso concreto.

Por essa razão, é recorrente verificar nos contratos de transferência de participações societárias outras ferramentas jurídicas e cláusulas contratuais que estabelecem regras de condução do negócio entre a assinatura dos contratos (signing) e a efetiva data do fechamento (closing).

Uma dessas cláusulas é a covenants, que estabelecem obrigações de fazer (ou de não fazer) a uma ou ambas as partes, tais como: i) não modificar as práticas contábeis praticadas; ii) não praticar atos fora do curso normal e regular dos negócios como sempre foram praticados, iii) não alterar os documentos constitutivos e/ou organização societária da empresa alvo, exceto se essa for uma condição precedente e/ou suspensiva, iv) não distribuir dividendos em desconformidade com o que foi pactuado; v) não assumir contratos com prazo superior a um prazo previamente determinado, o que envolva valores além do pactuado; vi) não alienar ativos relevantes da sociedade alvo; vi) não aumentar o endividamento da empresa alvo ou antecipar recebíveis; vii) não praticar atos que podem ensejar falsidade das declarações e garantias.

Outra cláusula rotineira nos contratos de transferências de participações societárias e combinação de negócios é a de condições precedentes para o fechamento. Ela refere-se a condições que devem ser obrigatoriamente satisfeitas para conferir eficácia a todo o negócio jurídico contratado. Em suma, são condições a serem cumpridas para que o efetivo fechamento da operação aconteça.

Algumas condições precedentes podem ser objeto de renúncia pelas partes, através de um ato de mera liberalidade, ao passo que outras são vinculadas a aprovação prévia de órgãos regulatórios, e, por essa razão, não podem ser tratadas como renunciáveis.

As condições precedentes geralmente fazem menção a um evento futuro e incerto da vontade das partes. Esse tipo de cláusula geralmente é acompanhado de um prazo para o cumprimento das condições, desde que não dependa de fatores ou órgãos externos e alheios a vontade dos contratantes.

Outra cláusula que está correlacionada diretamente com as declarações e garantias é o *earn out*, já mencionado anteriormente, que geralmente é discutido quando as partes não têm a mesma expectativa quanto às projeções e cenários futuros da sociedade alvo, como por exemplo: i) aumento de novas filiais; ii) relação risco-retorno; iii) aumento de faturamento, dentre outras situações.

Nessas situações acima mencionadas, o *earn out* funciona como barganha na negociação. As partes podem condicionar pagamentos adicionais e complementares ao vendedor desde que a sociedade alvo atinja determinados indicadores financeiros objetivos, claros e de forma a minimizar, mitigar e/ou extinguir critérios dúbios e subjetivos.

Por fim, a cláusula MAC (Material Adverse Change) é definida como a possibilidade de eventos que possam provocar um efeito material adverso – e muitas vezes devastador – nas atividades da empresa alvo, de forma a inviabilizar sua operação, afetar drasticamente o seu faturamento ou ocasionar perdas substanciais e até mesmo irreversíveis. Essa cláusula resguarda a parte prejudicada que poderá desfazer o negócio sob o argumento de que as bases negociais sofreram alterações substanciais, inviabilizando o prosseguimento da operação.

Vê-se, portanto, a importância da cláusula de declarações e garantias para os contratos de combinação de negócios ou aquisição de participações societárias, dada a sua implicância em todos os temas relativos a operação e nas demais cláusulas que acompanham o contrato.

#### **4. DAS INDENIZAÇÕES E SUAS FORMAS DE REPARAÇÃO EM CASO DE DESCUMPRIMENTO OU FALSIDADE NAS DECLARAÇÕES**

Em regra, o mecanismo jurídico assegurado para a quebra das cláusulas de declaração e garantias é a indenização. Seja por meio da prestação de uma declaração inverídica ou, embora verdadeiras, a parte descumpra uma declaração fornecida à outra parte.

No direito brasileiro, ainda que as partes signatárias de um contrato de operações societárias não pactuassem expressamente uma cláusula que regule eventuais indenizações e limitações de responsabilidade devidas de uma parte à outra, eventuais perdas, danos e prejuízos sofridos em decorrência da operação poderiam ser pleiteadas perante o Poder Judiciário ou Câmara Arbitral, com base nos dispositivos constantes no Código Civil Brasileiro, desde que observados alguns pressupostos legais, sobretudo os da responsabilidade civil.

Como dito anteriormente, o princípio da autonomia da vontade é um balizador que permite as partes dispor livremente sobre a indenização e as formas dela ocorrer, ressalvando que no que tange a limitação da responsabilidade, ela só pode ser avaliada em consonância com as normas do direito positivado e codificado.

Por essa razão, as cláusulas relativas à obrigação de indenizar em caso de descumprimento de uma declaração ofertada ou prestação de declaração falsa, costumam ser as mais difíceis de se negociar em uma operação de transferência de participações societárias, haja vista que a parte vendedora pleiteará a restrição das possibilidades e formas de indenizar, enquanto a parte compradora buscará a maior amplitude e valor possível para cada contingência verificada.

Novamente se valendo dos ensinamentos doutrinários e práticos oriundos dos sistemas *common law*, os contratos brasileiros têm-se utilizado de diversos mecanismos de indenização, os quais serão mais bem esmiuçados nos tópicos seguintes.

A figura do basket é conceituada como a exigência de que para que haja a cobrança da parte que descumpriu ou realizou uma declaração falsa, há a necessidade de que todas as perdas indenizáveis atinjam um valor mínimo. Ou, ainda, que a parte é responsável apenas pelo valor que excede o mínimo e, também, a possibilidade de que uma vez atingido o quantum do basket, a parte deverá indenizar todas as perdas reclamadas, incluindo o próprio basket.

Outra forma de pactuar a indenização é um limite de tempo para que a contingência seja indenizada. Somente terá direito a indenização a parte que comprovar o descumprimento durante um lapso temporal objetivo e pré-definido no contrato, como por exemplo o caso de prescrição em ações de natureza tributária, e, ainda, ao trânsito em julgado de discussões judiciais apontados na Due Diligence.

Também não existe pacificação e regra definida para estabelecimento de limites temporais pelas partes. É comum vinculá-la a um período razoável do qual a parte deveria ter descoberto eventuais quebras na cláusula de declarações e garantias e, em regra e pela prática, eventuais terceiros de boa-fé prejudicados pelo inadimplemento de alguma obrigação, faria suas reivindicações.

É comum ainda a utilização de um cap (limite) para a obrigação de indenizar, ou a fixação de um valor mínimo de perda indenizável. Isso significa que uma determinada perda, desde que em um valor inferior ao descrito no contrato, não será passível de indenização.

Tem-se, ainda, a possibilidade de um pagamento parcelado e prolongado, que seria suficiente para, no caso do surgimento de alguma contingência, utilizar o valor futuro para amortização e/ou compensação ou a transferência de parte dos recursos destinados no preço final para uma conta bancária vinculada não movimentável (Escrow account). Assim sendo, uma parte do valor ficaria retido para eventual quebra das declarações e garantias ofertadas.

Por fim, ainda há a possibilidade de cancelamento – ou desfazimento – do negócio jurídico, haja vista a verificação de uma falsidade ou quebra da declaração e garantia, sobretudo se uma das

Reps & Warranties ofertadas se trata de condição precedente ou suspensiva para a conclusão do deal.

Entretanto, o desfazimento do negócio é uma consequência jurídica indesejada em contratos que envolvem combinação de negócios ou aquisição de participações societárias, sobretudo nos casos em que o controle da companhia já foi devidamente entregue e transferido ao adquirente, pois isso traria consequências nefastas a todos os envolvidos na operação, como os stakeholders e shareholders, dentre outros que compõe toda a operação da sociedade-alvo.

Como dito alhures, não há no ordenamento jurídico brasileiro regras específicas acerca da responsabilização por quebra de declarações e garantias, o que nos traz a obrigatoriedade de observar sob o prisma do princípio da autonomia da vontade das partes e da boa-fé, que, por sinal, deve nortear absolutamente todos os negócios jurídicos.

Por essa razão, cabe destacar que a adoção via benchmarking do modelo do common law de Reps & Warranties possui algumas peculiaridades em sua aplicação sob a ótica do direito codificado, que, no caso do Brasil, possui regramento específico, porém incompleto, acerca da matéria.

Por isso é fortemente recomendável a adoção da arbitragem como mecanismo de solução de disputas e impasses nas operações de aquisição de participações societárias, haja vista que o Poder Judiciário, via de regra, no território nacional, não possui especialização própria para julgar essa matéria tão específica, salvo raríssimas comarcas e tribunais com câmaras especializadas.

Além disso, é salutar que as partes detalhem o máximo de contingências possíveis, estabelecendo regras claras para evitar questionamentos sobre sua incidência/ocorrência e eventual valor a ser indenizado.

#### **4.1 POSSIBILIDADE DE ANULAÇÃO DE ALIENAÇÃO DE PARTICIPAÇÃO CUJA TRANSFERÊNCIA DE AÇÕES E DO CONTROLE DA COMPANHIA JÁ TENHA SIDO ENTREGUE AO ADQUIRENTE**

Os ditames previstos no Código Civil que regulamentam a celebração dos negócios jurídicos se aplicam independentemente da utilização de cláusulas de declarações e garantias em operações de transferências de participações societárias, pois decorrem diretamente da própria lei.

Mesmo na ausência de cláusula de declarações e garantias, pode a contraparte pedir anulação do negócio jurídico por indução a erro sobre as características da sociedade alvo. Obviamente a discussão é complexa, depende da prova robusta da conduta maliciosa da parte contrária e principalmente o caráter doloso. A jurisprudência dos tribunais brasileiros tem entendido que em operações de aquisições de participações societárias, é dever do adquirente tomar as devidas precauções para investigar a real situação da sociedade antes de realizar o negócio. Por essa razão, a cláusula de declarações e garantias apesar de não serem imprescindíveis, auxiliam o julgador a identificar a conduta maliciosa (quando ela existe) da contraparte.

Nos casos em que se verifica a falsidade da declaração e garantia, como já visto no presente estudo, há a possibilidade de aplicação de diferentes sanções: i) pagamento de soma garantida; ii) ajuste de preço; iii) desfazimento do negócio; iv) sanação do risco.

No presente tópico, discutir-se-á exclusivamente a possibilidade de desfazimento do negócio, especialmente quando no caso de uma sociedade por ações, já houve a transferência das ações perante os livros societários e principalmente a transferência do controle da companhia pelo adquirente.

É possível que as partes pactuem no contrato a possibilidade de desfazimento do negócio na hipótese de concretização do risco ou contingência verificada, como por exemplo um risco de natureza tão grave que não há solução e o adquirente perde completamente o interesse na aquisição da participação societária.

Isso pode ocorrer em situações que envolvem por exemplo uma declaração de que a sociedade-alvo detém a tecnologia empregada na operação, com devido registro de marca e patente nos órgãos competentes e, posteriormente, ao realizar a verificação, tal fato é inverídico.

Tem-se uma medida juridicamente extremista e de difícil verificação na prática quando há a efetiva transferência das ações e principalmente do controle, já que as sociedades empresárias estão submetidas a operação e transformação diária e, ao implementar um novo controlador, com a sua cultura, seu *modus operandi*, pode ser impossível retornar ao status quo, ou, ainda, se possível, exigir um esforço desproporcional.

Por essa razão, entendemos que por mais que contratualmente e juridicamente seja possível sim pactuar a possibilidade de desfazimento do negócio em virtude da verificação de falsidade ou descumprimento das declarações e garantias, entendemos que as partes devem levar em consideração o efeito prático do aludido desfazimento, de aplicabilidade difícil e rara, sobretudo quando há a transferência do controlador, pois pela dinamicidade das relações societárias, é bem provável que o retorno ao status quo ante já não seja mais possível.

É salutar tentar utilizar outras formas de solução para esse impasse, como já mencionadas no presente estudo.

## **CONCLUSÃO**

Constatou-se, pela presente pesquisa, que as operações de transferência de participações societárias costumam estar atreladas a sucessão de direitos e deveres (obrigações) de ambas as partes envolvidas no negócio jurídico, seja através de cessão de participações, compra de determinados ativos da companhia ou estabelecimento empresarial e operações societárias de incorporação, por exemplo.

Diante disso, para que uma operação dessa natureza tenha êxito, é fundamental a realização de uma Due Diligence completa, com o

escopo bem definido de aferição do máximo de informações possíveis de parte a parte e que, eventuais contingências apontadas no Data Room, sejam diretamente refletidos nas cláusulas de declaração e garantia.

Sendo assim, o oferecimento por qualquer parte de declarações falsas, incompletas, omissas ou o descumprimento de uma declaração verdadeira é passível de punição no sistema jurídico, deixando, via de regra, a autonomia da vontade e a boa-fé nortearem as formas de punição.

Percebe-se, ainda, que a cláusula de declarações e garantias tem sua constituição no sistema de common law, onde os contratos costumam ser muito longos e detalhistas, para proteger as partes, ante a ausência de um direito predominantemente codificado.

Os contratos geralmente longos têm o condão de proteger as partes da misrepresentation e da warranty, permitindo a parte lesada a fixação de indenização por declaração falsa ou quebra de uma declaração e garantia que, muito embora seja verdadeira, foi quebrada por uma parte contratual.

Nota-se que no direito brasileiro não há um instituto voltado apenas a tutelar a parte contra afirmações inexatas da outra parte. As limitações existentes no direito brasileiro para dispor acerca da indenização, seja para excluí-la ou limitá-las são bem tímidas, permitindo as partes o livre arbítrio para pactuar regras decorrentes da quebra das declarações e garantias.

Por essa razão, através do benchmarking, a grande maioria dos contratos dessa natureza e magnitude adotam regras advindas do sistema common law, tentando elencar de forma ampla a situação da sociedade alvo em determinada data, alocando os riscos encontrados na Due Diligence durante as tratativas ou pelo menos mitigá-los, além de elaborar um possível mecanismo de saída para a parte que verificar uma declaração e garantia falsa ou a respectiva quebra, como por exemplo a adoção de condições suspensivas e/ou precedentes.

Com a obrigação contratual, as declarações e garantias transferem ao declarante o risco da concretização de determinado

evento contrário a contraparte, o que geralmente desembocará em uma indenização que poderá ser o pagamento de uma soma pecuniária, redução do preço de compra, desfazimento do negócio em casos extremos ou a resolução da contingência.

É comum, ainda, que a adoção de cláusula dessa natureza venha acompanhada com outras técnicas contratuais, como as covenants, earn out, MAC e principalmente a de indenização, vez que o mecanismo mais utilizado para remediar uma quebra de declaração e garantia ou a descoberta de uma declaração falsa, é a indenização, já que, como já dito, o desfazimento do negócio não é a consequência jurídica desejada pelas partes, principalmente nos casos em que o controle da companhia já foi repassado a parte adquirente, fato este que pode tornar o desfazimento do negócio impossível sob o aspecto de vista prático, apesar de o ordenamento jurídico assim o permitir.

## REFERÊNCIAS

ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão Empresarial: Declarações e Garantias – o Papel da Legal Due Diligence. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. Reorganização Societária. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 110. No mesmo sentido, CRAWFORD, Dewey B. O Acordo de Aquisição. In: KEY, Stephen L. Guia da Ernst & Young para administração de fusões e aquisições. Rio de Janeiro: Record, 1995. p. 114- 115.

ASSIS, Araken de. Comentários ao Código Civil Brasileiro, v. 5: do direito das obrigações. Rio de Janeiro: Forense, 2007. p. 92.

NEJM, Edmundo e BRUNA, Sergio Varella. Due diligence – identificando contingências para prever riscos futuros. In: SADDI, Jairo. Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002. p. 216.



Frederico Viana Rodrigues

# **Efeitos da Subcapitalização Material Qualificada no Direito Brasileiro**

## **1. INTRODUÇÃO**

Considera-se subcapitalizada a sociedade que não dispõe de capitais próprios<sup>2</sup> adequados, ou pelo menos suficientes, ao exercício

---

1 Sócio das áreas de Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito Minerário do Cescon, Barriueu, Flesch & Barreto Advogados. Formado em Direito pela Faculdade de Direito Milton Campos, Mestre em Direito Societário pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) e especialista em Direito Bancário pela Universidade de Coimbra. Também é membro da Comissão de Direito Societário da OAB/MG.

2 Aqui não nos cabe entrar na discussão acerca da (in)eficiência em se utilizar a cifra do capital social como garantia aos credores (sobre o tema, vide: HÜBERT, Ivens Henrique. “O Capital Social e suas Funções na Sociedade Empresária”. Dissertação de Mestrado. Pontifícia Universidade Católica (PUC/SP), São Paulo, 2007; XAVIER, José Tadeu Neves. “Considerações sobre a Necessidade de Resgatar o Conceito de Capital Social: Análise da crise (ou redefinição) da noção de capital social”. Revista Síntese Direito Empresarial, v. 42, p. 130-167, 2015; e CARVALHO, Gabriel Siqueira Eliazar. “O Capital Social sob a Ótica de Garantia aos Credores: Controvérsias, ineficiência e reflexões sobre a crise do instituto”. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da UFMG, Belo Horizonte, 2020). Preferimos utilizar o termo subcapitalização não apenas em função da inadequação do capital social para o exercício da atividade, mas da incongruência entre as necessidades sociais e os bens e recursos próprios disponíveis para tal fim. Fazemo-lo sem ignorar a distinção entre capital e patrimônio, como bem adverte Maurício Dourado: “a correta compreensão desse regime de proteção não pode ignorar as diferenças conceituais entre capital social e patrimônio. Enquanto este é naturalmente mutável ao longo de toda a existência da sociedade, crescendo ou diminuindo rotineiramente em razão do sucesso ou insucesso das atividades desenvolvidas pela sociedade no mercado em que atua, aquele é sempre nominal e irrevogável, devendo ser mantido tal qual a declaração contida nos atos constitutivos da sociedade e não podendo ser restituídos aos sócios ou acionistas senão na liquidação da sociedade após o pagamento de todas as suas dívidas” (DOURADO, Maurício Custódio. “Consequências da Subcapitalização no Direito Empresarial”. Revista de Direito Privado, vol. 95/2018, p. 131 – 154, nov. 2018, p. 3). É que ao contrário da legal capital doctrine, não nos baseamos – na análise da subcapitalização – no descumprimento de normas que asseguram a intangibilidade do capital social (como p.ex. descumprimento de capital social mínimo, no direito estrangeiro, ou, dentre nós, distribuição de lucros em prejuízo do capital social), mas sim na relação ponderada pelos sócios e administradores – dentro dos padrões adequados de avaliação do negócio (business judgement rule) – entre recursos próprios disponíveis e a atividade social. Nesse sentido, Eduardo Goulart Pimenta: “a expressão monetária do capital social é, portanto, simples reflexo do valor que foi – ou, ao menos, deveria ter sido – contribuído pelos sócios. Com o decorrer das atividades da sociedade, este valor torna-se seriamente divergente – para mais ou para menos – do patrimônio líquido da pessoa jurídica, este último referente aos bens, recursos financeiros e direitos existentes, em data presente, sob a titularidade da sociedade. Do que foi exposto constata-se ainda que, para fins de efetiva garantia dos credores da pessoa jurídica, o capital social – se já integralizado – e sua expressão monetária deixa de ser relevante, em detrimento do patrimônio social líquido, este sim efetivamente significativo como conjunto de bens e direitos aptos a serem usados para pagamento das dívidas a serem contraídas em nome da pessoa jurídica”. (PIMENTA, Eduardo Goulart. “Direito Societário”. Porto Alegre: Editora Fi, 2017, p. 205).

de seu objeto social. A subcapitalização pode ser formal (também chamada nominal), quando apesar de não possuir capitais próprios, o exercício da atividade é suprido com empréstimo dos sócios ao invés de integralização de capital. Por outro lado, será material, quando a insuficiência de fundos não é acudida por outros meios, nem mesmo por empréstimos dos sócios.<sup>3</sup> A subcapitalização material é considerada qualificada, ou manifesta<sup>4</sup>, quando evidente e facilmente reconhecível pelos sócios.<sup>5</sup> É originária quando a constituição da sociedade se dá com capital social insuficiente ao empreendimento que se pretende exercer; e superveniente quando os recursos inicialmente à disposição da sociedade se esvaem de modo a se tornarem escassos para a prossecução do objeto social.

A qualificação da subcapitalização material, seja ela originária ou superveniente, é, como veremos a seguir, essencial para os fins de responsabilização dos administradores e/ou sócios<sup>6</sup> por dívidas da sociedade. De fato, faz parte da atividade empresarial alocar capitais próprios e de terceiros na realização dos negócios. O aspecto primordial, que vai além da *business judgement rule* – ou, mais especificamente, ultrapassando o refletido e responsável sopesamento da capacidade de endividamento vis-à-vis a necessidade de capital próprio em função da aplicação dos recursos na atividade social –, está na identificação do propósito de transferir aos credores ônus de forma intencional e desproporcional ao risco próprio do curso normal da atividade empresarial.

---

3 Nesse trabalho nos restringiremos à subcapitalização material e, portanto, quaisquer referências (ou citações) à subcapitalização nominal ocorrerá apenas quando o contexto se aplicar também à material.

4 Como veremos no decorrer deste trabalho, entendemos haver uma pequena diferença entre subcapitalização manifesta (inequivocamente conhecida pelos administradores e sócios) e qualificada (conhecida e não tratada pelos administradores e sócios).

5 COUTINHO DE ABREU, J.M. “Subcapitalização de Sociedade e Desconsideração da Personalidade Jurídica”. In: *Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal*, coord. Paulo de Tarso Domingues & Maria Miguel Carvalho, p. 37-41, Coimbra: Almedina, 2011.

6 Utilizaremos doravante as conjunções e/ou para indicar a possibilidade de duas situações que podem ser, conforme o caso, consideradas separadamente ou em conjunto, a depender da conduta praticada pelo administrador, pelos sócios ou por ambos, já adiantando, como spoiler, que a responsabilidade que pode decorrer da subcapitalização não é objetiva, mas relacionada à conduta do administrador e/ou do sócio em questão.

Esse propósito pode estar na origem, quando se dá a constituição de uma sociedade nitidamente subcapitalizada, sem condições de crédito e quaisquer perspectivas econômicas, manifestamente fadada ao insucesso, ou pior, utilizada para tomar crédito em prejuízo de fornecedores, ou endividar-se acima de sua capacidade de pagamento, uma vez inexistente fluxo de caixa ou previsão de capitalização dos sócios para fazer face às obrigações assumidas. Ao tratar do tema, a doutrina estrangeira tem construído a tese de desconsideração da personalidade jurídica, bem sintetizada por Coutinho de Abreu:

“Podem os sócios, com certeza, actuar por intermédio de sociedade que lhes proporciona um risco limitado (o risco de perder o valor das entradas, mas não o risco de responder pelas dívidas sociais), transferindo boa parte do risco negocial para terceiros. Porém, a limitação desse risco não deve ir ao ponto de a atividade social poder gerar benefícios só ou sobretudo para os sócios e gerar prejuízos principalmente para os credores sociais; a partilha dos riscos societários tem a sua medida, não podem os sócios alijar desproporcionadamente os seus em detrimento de terceiros. Assim, deve admitir-se que os sócios abusam da personalidade colectiva de sociedade quando a introduzem no comércio jurídico apesar de sofrer de manifesta subcapitalização material. Se a sociedade, porque subcapitalizada, cai em situação de insolvência, pela via da desconsideração da personalidade jurídica serão os sócios chamados a responder (subsidiária mas) ilimitadamente perante os credores sociais. Todos os sócios,<sup>7</sup> em princípio, se a subcapitalização é originária ou inicial (sendo esta manifesta, a culpa - um dos pressupostos

---

<sup>7</sup> Consignamos, desde já, nosso entendimento de que mesmo na subcapitalização originária apenas os sócios que contribuíram para o ilícito - e dele se beneficiaram - devem responder com seu patrimônio pessoal pelas dívidas sociais.

da responsabilidade - atingirá todos os sócios fundadores)".<sup>8</sup>

O propósito de descarregar sobre terceiros o ônus do insucesso do negócio (veja que, nesse caso, não se trata de simples alocação de risco, mas de transferência de ônus) manifesta-se na capitalização qualificada superveniente quando a administração e os sócios constatarem a inexequibilidade da sociedade e não tomam qualquer medida para evitar que as perdas da sociedade recaiam ainda mais, e primordialmente, sobre os credores.<sup>9</sup> É um típico problema de moral hazard, situação em que um agente econômico tem incentivos para aumentar sua exposição ao risco porque não suportará os principais custos desse risco.

De fato, é esse o comportamento que a administração e/ou os sócios tendem a adotar (comissiva ou omissivamente), cientes de que os custos do agravamento da crise da sociedade serão arcados pelos credores e outros stakeholders, e não por eles próprios, tendo em vista que o risco da perda que sobre eles pode recair já está definido e não propende a aumentar (no caso dos sócios a perda das contribuições para o capital social; e dos administradores a perda do cargo, e com ele a remuneração e benefícios que lhes são atrelados).

O moral hazard encontra ambiente perfeito diante da assimetria de informação, quando as risk-taking parties (sócios e administradores) possuem informações detalhadas sobre a situação econômico-financeira da sociedade, enquanto as cost-bearing parties (credores e demais stakeholders) não detêm acesso a tais dados.

Recentes alterações legislativas estrangeiras, como o caso do regime das perdas graves do capital social português (art. 35 do Código de Sociedades Comerciais), na esteira do artigo 58 da Directiva (EU) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, revelam a

---

<sup>8</sup> COUTINHO DE ABREU, 39.

<sup>9</sup> Ou adotam medidas evitadas de vícios de conduta (ilícito lato sensu) que agravam tal situação.

possibilidade de os sócios adotarem conduta eivada de moral hazard nos casos de subcapitalização superveniente.<sup>10</sup> Senão vejamos:

***Artigo 58 da Directiva (EU) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho***

Perda grave do capital subscrito

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

***Artigo 35 do Código de Sociedades Comerciais Português***

Perda de metade do capital

- 1 - Resultando das contas de exercício ou de contas intercalares, tal como elaboradas pelo órgão de administração, que metade do capital social se encontra perdido, ou havendo em qualquer momento fundadas razões para admitir que essa perda se verifica, devem os gerentes convocar de imediato a assembleia geral ou os administradores requerer prontamente a convocação da mesma, a fim de nela se informar os sócios da situação e de estes tomarem as medidas julgadas convenientes.

---

<sup>10</sup> Segundo Catarina Faria: “Verifica-se, com o ‘novo’ artigo 35º do CSC, a possibilidade de os sócios transferirem para os credores a maioria dos riscos resultantes da atividade societária sem terem que adotar medidas que invertam essa tendência, tendo os sócios a liberdade de não reagirem a casos de subcapitalização superveniente sem que essa passividade implique a dissolução da sociedade ou qualquer obrigação de sanação” (FARIA, Catarina P. F. A. “A Subcapitalização das Sociedades Comerciais”. Dissertação de Mestrado. Instituto Universitário de Lisboa. Escola de Ciências Sociais e Humanas. Departamento de Economia Política. Lisboa, 2014, p. 32).

2 - Considera-se estar perdida metade do capital social quando o capital próprio da sociedade for igual ou inferior a metade do capital social.

3 - Do aviso convocatório da assembleia geral constarão, pelo menos, os seguintes assuntos para deliberação pelos sócios:

- a) A dissolução da sociedade;
- b) A redução do capital social para montante não inferior ao capital próprio da sociedade, com respeito, se for o caso, do disposto no n.º 1 do artigo 96.º;
- c) A realização pelos sócios de entradas para reforço da cobertura do capital.

Nessas situações, com a convocação da assembleia de sócios, a subcapitalização se torna manifesta, ou seja, a administração, constatando a perda grave de capital da sociedade, leva o fato ao conhecimento dos sócios. Se, por um lado os sócios não estão obrigados a aportar recursos ou requerer a recuperação/falência da sociedade, não podem se eximir do fato de terem ciência da perda – o que, a perdurar sem uma solução, caracteriza a subcapitalização qualificada.

Nesse diapasão, tem-se construído na doutrina estrangeira teses de responsabilização dos sócios e/ou dos administradores em razão da atitude por eles adotada (ou não adotada) em face da constatação de subcapitalização superveniente. As teses possuem fundamentos ora de natureza societária (desconsideração da personalidade jurídica), ora de natureza puramente civilista (responsabilidade civil).

Maria de Fátima Ribeiro aponta, quanto à primeira linha, que:

“[A]s propostas de solução do problema da subcapitalização material não se esgotam no âmbito do recurso ao instituto do abuso do direito, pois os autores que defendem neste caso a responsabilização dos sócios não se satisfazem, em regra, com um desequilíbrio ou uma desproporção de carácter objectivo entre o capital social

necessário e o capital social efectivo: exigem, como pressuposto para o recurso à solução supostamente ‘desconsiderante’, que o facto de o capital social ser insuficiente tenha sido claramente conhecido dos sócios, e que estes estivessem conscientes da existência de uma grande – muito superior ao habitual – probabilidade de insucesso comercial à custa dos credores (ou seja, que se trate de uma *qualifizierte Unterkapitalisierung*)”.<sup>11</sup>

Ela própria não concorda com a aplicação do instituto da desconsideração da personalidade jurídica à subcapitalização superveniente, entendendo ser melhor aplicável à espécie a responsabilização civil dos administradores:

“Em 2005, o regime vigente no nosso ordenamento jurídico para as ‘perdas graves’ sofreu uma importante alteração: rompendo com a tradição legislativa na matéria, aproximou-se do chamado ‘modelo informativo’ ou ‘preventivo’. De facto, se até há bem pouco tempo o regime estabelecido no artigo 35º do CSC reflectia o cuidado do legislador pátrio na regulação do chamado fenómeno de ‘perdas graves’ na exploração da actividade que constitui o objecto social, com a entrada em vigor do Decreto-Lei nº 19/2005, de 18 de Janeiro, pôde assistir-se a uma significativa viragem nessa matéria.

Com este diploma (cuja entrada em vigor recuou a 31 de Dezembro de 2004), a verificação de ocorrência de ‘perdas graves’ no património da sociedade, bem como a passividade dos sócios perante a situação, deixam de constituir fundamento de dissolução da

---

11 RIBEIRO, Maria de Fátima. “O Capital Social das Sociedades por Quotas e o Problema da Subcapitalização Material”. In: *Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal*, coord. Paulo de Tarso Domingues & Maria Miguel Carvalho, p. 43-84, Coimbra: Almedina, 2011, p. 65.

mesma (automática ou judicial, a requerimento de sócios ou credores da sociedade). Agora, se das contas de exercício ou de contas intercalares resultar que metade do capital se encontra 'perdido', recai sobre os membros do órgão de administração a obrigação de convocarem uma assembleia geral de sócios, a fim de os informarem da situação e para que estes tomem (se quiserem) as medidas que considerarem convenientes (entre as quais devem ser propostas, entre outras, as seguintes: a dissolução da sociedade, a redução do capital social, e a realização pelos sócios de entradas para 'reforço da cobertura' do capital). Mas os sócios não se encontram pressionados para tomar uma qualquer deliberação no sentido da correspondência entre o valor do capital social e o valor do património da sociedade, pelo que a desconformidade em causa pode prolongar-se por um período ilimitado, sem quaisquer consequências.

Em termos práticos, isto significa que do texto do artigo 35º do CSC resulta agora que a situação de 'perdas graves' impõe aos membros do órgão de administração o dever de convocarem ou mandarem convocar uma assembleia geral de sócios para que estes deliberem sobre medidas de nivelamento entre capital social e 'capital próprio da sociedade' (património social). No entanto, a manutenção da situação de desconformidade entre estes dois valores já não é fundamento de dissolução da sociedade, por sentença proferida a requerimento de algum interessado ou automática: pelo que essa situação pode manter-se, se tal corresponder à vontade dos sócios expressa em assembleia geral, por tempo indeterminado. A única medida imposta para tutela dos interesses do mercado e, particularmente, dos credores sociais, é a obrigatoriedade de publicitação, em todos os actos externos da sociedade, do facto de o montante do 'capital próprio' segundo o último balanço

aprovado ser igual ou inferior a metade do capital social, nos termos do artigo 171º, nº 2, do CSC, embora seja de ponderar aqui, ainda, o recurso ao instituto da responsabilidade civil, com o fim de fazer responder pelos danos causados os obrigados à convocação ou ao requerimento de convocação daquela assembleia geral pelo incumprimento desse dever”.<sup>12</sup>

Acrescenta, ainda, quanto à subcapitalização originária que:

“[I]mpende sobre os gerentes de sociedade por quotas constituída com um capital social manifestamente insuficiente para a prossecução do seu objeto o dever de procurarem obter os meios de financiamento adequados e, caso isso não seja possível, o dever de informarem os sócios desse facto. Ainda no âmbito da concretização do dever de cuidado, atente-se no facto de os gerentes não deverem obediência a toda e qualquer instrução dos sócios de sociedade subcapitalizada no sentido de prosseguirem, sem os meios de financiamento necessários a atividade da sociedade”.<sup>13</sup>

Debruçando-se sobre o tema no direito comparado, Gustavo Saad Diniz destaca a controvérsia quanto ao fundamento jurídico para responsabilização dos sócios e/ou gerentes em razão da subcapitalização material, sobretudo entre os que se baseiam em fundamentos de responsabilidade civil e aqueles que se utilizam de argumentos societários (mais especificamente o desvio de finalidade da pessoa jurídica), recorrendo sobre a matéria no direito italiano, alemão e português.<sup>14</sup>

---

12 RIBEIRO, p. 71.

13 RIBEIRO, p. 77.

14 DINIZ, Gustavo Saad. “Subcapitalização Societária: financiamento e responsabilidade”. Belo Horizonte: Ed. Fórum, 2012, p. 188.

Trazendo a discussão para o direito pátrio, acreditamos que possuímos fundamentos suficientes para responsabilizar os sócios e/ou, conforme o caso, administradores pelos efeitos da subcapitalização qualificada.

Considerando a unicidade do ordenamento jurídico brasileiro, e, mais concretamente, o sistema de normas ordenadas que constitui nosso direito empresarial, o estudo dos efeitos da subcapitalização das sociedades de responsabilidade limitada – com as especificidades aplicáveis ora às sociedades limitadas, ora às sociedades anônimas, não pode prescindir de uma interpretação sistemática que leve em conta:

(i) a autonomia patrimonial das pessoas jurídicas – e a limitação da responsabilidade das sociedades anônimas e limitadas – como instrumento lícito de alocação e segregação de riscos com o fim de estimular empreendimentos e fomentar a geração de empregos, tributos, renda e inovação na esteira da função social da empresa;

(ii) a discricionariedade que, regra geral, o direito pátrio garante aos sócios para determinarem o valor do capital destinado ao empreendimento, o que não afasta o princípio da adequação (ou congruência) do capital social;

(iii) o princípio da boa-fé objetiva, que, quanto à determinação do capital social, deve ser entendido como um “limiar da seriedade”<sup>15</sup>, ou um filtro ao abuso de direito caracterizado pela constituição e/ou manutenção imprudente e irrefletida de sociedades com patrimônio manifestamente insuficiente ao giro do negócio;

(iv) os deveres fiduciários dos administradores das sociedades, que devem, no exercício de suas funções, agir com o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo deve empregar na administração de seus próprios bens e negócios;

(v) o dever de informar que cabe aos administradores das sociedades em relação aos sócios, consubstanciado, dentre outras

---

15 Cf. CARVALHO, Maria Miguel. O Novo Regime Jurídico do Capital Social das Sociedades por Quotas. In: Capital Social Livre e Ações sem Valor Nominal, coord. Paulo de Tarso Domingues & Maria Miguel Carvalho, p. 9-35, Coimbra: Almedina, 2011.

obrigações, na prestação anual de contas de sua administração, acompanhada do inventário de bens, balanço patrimonial e demonstrativo de resultado econômico;

(vi) a faculdade conferida a qualquer dos sócios de requerer a dissolução judicial da sociedade quando verificada a sua inexecuibilidade;

(vii) a responsabilidade do sócio pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido;

(viii) o dever que cabe ao controlador de usar seu poder com o fim de fazer a sociedade realizar o seu objeto e cumprir sua função social, bem como as responsabilidades que tem para com os demais sócios e stakeholders, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender;

(ix) a faculdade de se requerer a recuperação judicial da sociedade, com o objetivo de viabilizar a superação da situação de sua crise econômico-financeira, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica;<sup>16</sup>

(x) o deslocamento aos credores da decisão acerca da viabilidade econômica da empresa em recuperação judicial;

(xi) a possibilidade de desconsideração da personalidade jurídica em caso de abuso, caracterizado por desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial;

(xii) a recente redação atribuída ao art. 50 do Código Civil pela Lei 13.874/2019, para fins de desconsideração da personalidade jurídica, do desvio de finalidade mediante a utilização de pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza.

---

16 Sobre o tema, vide: GUIMARÃES, Maria Celeste Morais. “Recuperação Judicial de Empresas e Falência: à luz da lei n. 11.101/2005”. Belo Horizonte: Del Rey, 2007.

## 2. SUBCAPITALIZAÇÃO ORIGINÁRIA QUALIFICADA

Diferentemente de outros ordenamentos jurídicos onde há exigência de capital social mínimo para se constituir (e manter) uma sociedade empresária, a regra vigente no Brasil é a discricionariedade dos sócios para determinação do capital social. Há exceções como, por exemplo, a exigência de capital mínimo aplicável às instituições financeiras.<sup>17</sup>

A liberdade para fixação do capital inicial pressupõe, no entanto, uma decisão responsável dos sócios em atribuir quantia suficiente ao giro do negócio. Mas não se trata de questão objetiva, como é o caso das instituições financeiras.

De fato, certas empresas, em razão da relevância que desempenham no meio social em que se inserem, envolvem interesses que transcendem os fins privatísticos do empreendimento.<sup>18</sup> A intervenção do Estado, nesses casos, justifica-se visando proteger não apenas credores, mas a economia popular como um todo, preservando o sistema de pagamentos e a estabilidade do sistema financeiro, razão pela qual a autorização para funcionamento de instituições financeiras, com imposição de critérios mínimos de aceso, busca “evitar fraudes e especulações e barrar o ingresso de aventureiros e pessoas incompetentes ou inescrupulosas no mercado”.<sup>19</sup>

Poderia se argumentar – como de fato por muito tempo se sustentou na doutrina europeia – que a imposição de capital social mínimo para a generalidade de sociedades (e não apenas àquelas de relevância “quase-pública”) seria uma contrapartida à limitação da responsabilidade das sociedades anônimas e sociedades limitadas,

---

17 Res. do Conselho Monetário Nacional (CMN) 2.099/1994, Regulamento anexo II, art. 1º, com a redação dada pelas Res. CMN 2.607/1999 e 3.334/2005; Res. CMN 2.828/2001, art. 5º; Res. CMN 3.334/2005, art. 9º; Res. CMN 3.426/2006, art. 5º.

18 Segundo Requião, tais empresas assumem conotação “quase-pública” (REQUIÃO, Rubens. “Curso de Direito Falimentar”. São Paulo: Saraiva, 1992).

19 LUNDBERG, Eduardo Luís. “Rede de Proteção e Saneamento do Sistema Bancário”. In: Intervenção e Liquidação Extrajudicial no Sistema Financeiro Nacional, org. Gustavo Loyola & Jairo Saadi, São Paulo: Textonovo, 1999, p. 36.

funcionando como garantia aos credores. Esse entendimento vem se dissipando no direito estrangeiro<sup>20</sup> e, mesmo nos casos em que é adotado no Brasil, o capital social mínimo não é, de forma isolada, garantia de solvabilidade da sociedade (some-se a ele outros importantes instrumentos de segurança, como a supervisão prudencial e a responsabilidade solidária dos administradores de instituições financeiras).

Por mais que se trate de tutela jurídica mais abrangente – visando não apenas os credores mas a economia como um todo, que pode ser alvo de crise sistêmica – os dois aspectos complementares da rede de segurança aplicável às instituições financeiras são úteis à interpretação da dinâmica entre liberdade e responsabilidade na constituição e manutenção do capital de uma sociedade.

Em decorrência da intervenção do Estado na defesa do interesse público na estabilidade do sistema financeiro, o exercício da atividade bancária impõe objetivamente (i) capital mínimo para a constituição da sociedade; (ii) relação entre passivos e ativos para manutenção da solvabilidade da instituição; e (iii) responsabilidade solidária dos administradores pelas obrigações da sociedade (art. 40 da Lei 6.024/74). Ou seja, deve-se atribuir capital social suficiente à atividade bancária, manter estrita observância entre passivo e ativo e mitigar o moral hazard da administração na condução dos negócios. Quanto a esse ponto, destaca-se a doutrina de Paulo Fernando Campos Salles de Toledo:

“[A] Lei 6.024 estabelece a responsabilidade solidária dos administradores de instituições financeiras pelas obrigações assumidas durante suas gestões. A responsabilidade é solidária, como diz a própria lei, ou seja, cada administrador é coobrigado pelas dívidas contraídas pela sociedade, tenham ou não participado pessoalmente da contração. Não é, no entanto, absoluta essa responsabilidade, ou melhor

---

20 CARVALHO, M., p. 14.

esclarecendo, não diz respeito a todo o passivo da financeira, mas sim apenas àquele apurado durante sua gestão. Além do mais, estabelece a lei uma limitação no tempo para a existência da responsabilidade solidária. Este limite encontra-se no art. 43 e é de cinco anos. E, finalmente, essa responsabilidade é de natureza subsidiária, uma vez que, pelas obrigações assumidas responde, primeiramente, a própria sociedade devedora, com o seu patrimônio. Na insuficiência deste, portanto, é que se deve recorrer ao patrimônio particular dos administradores, ‘até que se cumpram’ as obrigações assumidas. A distinção entre o disposto no art. 39 [que trata de responsabilidade subjetiva dos administradores] e o que estabelece o art. 40 [ora em comento, e que trata da responsabilidade objetiva] está tanto no conteúdo como na função de ambas as normas. Assim é que a primeira é inspirada na teoria da culpa, enquanto a segunda é fundada na teoria do risco”.<sup>21</sup>

A responsabilidade objetiva dos administradores de instituições financeiras funciona mais como um desincentivo ao moral hazard, do que efetivamente um mecanismo eficiente de reparação dos credores. Os administradores, cientes de que serão responsáveis pelas obrigações assumidas em sua gestão, tendem a ser extremamente cuidadosos no refletido e responsável sopesamento entre transações ativas e passivas, de modo a evitar a insolvência, cujos efeitos sabidamente resvalarão em seu patrimônio pessoal.

Voltando à generalidade das sociedades empresárias, às quais não se impõe capital mínimo, nem tampouco responsabilidade solidária da administração pelas dívidas sociais, o raciocínio acima

---

21 TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. “Liquidação Extrajudicial de Instituições Financeiras: Alguns aspectos polêmicos”. In: Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, nº 49, janeiro/março de 1983. p. 19/20.

também se aplica, não em caráter objetivo, mas com viés subjetivo consubstanciado no agir responsável.<sup>22</sup>

Os sócios devem fixar o capital suficiente ao empreendimento de forma responsável. Não se trata de capital mínimo, objetivo, mas de capital adequado.

Os administradores devem aplicar os recursos e contrair dívidas de forma responsável. Não se trata de observância de regras prudenciais objetivas, mas da condução do negócio pautada em princípios de governança que afastem a tendência a atitudes oportunistas, contrárias aos interesses dos sócios, da sociedade, dos credores e dos demais stakeholders.

A constatação de insuficiência de capital deve ser reconhecida e tratada de forma responsável pelos administradores e sócios. Também aqui não há critérios objetivos, mas a expectativa de uma avaliação ponderada, a priori, pela administração, e, a posteriori, pelos sócios, quanto a (in)viabilidade da sociedade.

Com efeito, o aspecto subjetivo responsabilizador na subcapitalização originária molda-se na quebra do padrão de cautela que se espera (a) na constituição da sociedade; (b) no emprego dos recursos próprios e de terceiros; e na (c) constatação e tratamento da insuficiência de capital.

Não existe um critério objetivo para a fixação do capital social inicial, nem sequer quando analisado sob um determinado objeto social. Por exemplo, R\$100.000,00 (cem mil reais) podem ser suficientes – ou não – para a atividade de “locação de veículos”. Se a sociedade constituir uma frota de um ou dois veículos, tal capital tende a ser suficiente para adquiri-los, fazer as manutenções preventivas, eventuais consertos e reparações e cobrir os custos administrativos.

---

22 Nesse ponto, importante ressaltar que apesar de não haver no Brasil, como há em alguns ordenamentos, regras objetivas que determinam padrões de conduta da administração e dos sócios aplicável à generalidade das sociedades, como no caso do regime das perdas graves do capital, os padrões de conduta pautados no “agir responsável” encontra guarida nas normas insculpidas no Código Civil e na Lei das Sociedades Anônimas que tratam dos deveres dos administradores, do exercício abusivo de voto e da responsabilidade dos controladores.

No entanto, esse mesmo capital tende a não ser suficiente para o giro do negócio com uma frota de 500 veículos.

Daí a importância do segundo aspecto subjetivo. Se a administração possui elementos suficientes para criar fluxo de caixa positivo com a locação da frota de modo a pagar o financiamento dos veículos e criar valor para a sociedade, o capital social inicial pode se demonstrar adequado ao negócio, mesmo que a alavancagem (capital de terceiros vs. capital próprio) seja bastante elevada.

Lado outro, a administração deverá restringir a dimensão do negócio ao emprego do capital inicial ou informar aos sócios da necessidade de novos aportes de capital, sempre que constatar que a alavancagem pretendida colocará em risco a continuidade das atividades. Informados de tal fato, cabe aos sócios determinar a reestruturação dos negócios, aportar novos recursos ou dissolver a sociedade.

De tal raciocínio extrai-se o aspecto subjetivo necessário à responsabilização dos sócios e/ou administradores por via da desconsideração da personalidade jurídica: desvio de finalidade com a utilização de pessoa jurídica com o propósito de lesar credores.

Se os sócios constituem a sociedade com capital social ínfimo, mas a administração coloca em prática plano de negócios viável, havendo ou não sucesso, não se há falar em propósito de lesar credores. Se, constatado o iminente insucesso do negócio, a administração informa os sócios e estes deliberam rever o plano de negócios, ajustando o negócio à capacidade financeira da sociedade ou resolvem capitalizar ou dissolver a sociedade, a atuação diligente dos sócios afasta a desconsideração da personalidade jurídica por subcapitalização. Por outro lado, omitindo-se, os sócios atraem para si responsabilidade pessoal pelas dívidas societárias.

Contudo, se constatada a inviabilidade do negócio com o capital inicial e a administração não informa os sócios, a manutenção de uma sociedade manifestamente inviável às custas dos credores caracterizará o aspecto subjetivo que qualifica a subcapitalização originária e atrai à administração responsabilização por via da desconsideração da

personalidade jurídica. Os administradores terão, de tal forma, sido omissos, descumprindo a obrigação de informar, em preclara quebra do dever fiduciário, transferindo aos credores o risco do insucesso do negócio.

Cabe, portanto, ao administrador probo e cauteloso, não apenas o dever de prestação de contas, mas também a obrigação de informar os sócios sobre as dificuldades econômicas e/ou financeiras para que estes deliberem o destino da sociedade. Feito isso, o administrador se resguarda de responsabilidade pela subcapitalização e, tornando-a manifesta, transfere o ônus aos sócios. Estes devem procurar alternativas para a inviabilidade inicial da sociedade, no intuito de fazê-la cumprir sua função social, sempre atentos às responsabilidades que têm para com os demais sócios e stakeholders, incluindo os credores.

Nesse ponto, vale ressaltar uma das principais especificidades das sociedades limitadas em que o intuito *personae* adquire relevo predominante. Normalmente os administradores são também sócios e muitas das vezes prescindem de deliberações acerca da situação da sociedade, a despeito do que previsto no art. 1.072 do Código Civil. O mesmo fato pode ocorrer nas sociedades “circunstancialmente” anônimas, ou seja, naquelas que, em virtude de cláusulas estatutárias ou acordo de acionista, ostentam caráter familiar, onde as qualidades pessoais dos sócios adquirem relevância para o desenvolvimento das atividades sociais. Nesses casos, a caracterização do elemento qualificador da subcapitalização originária tende a ser mais facilmente identificado, por quebra dos deveres de administração e abuso do poder de controle, que se confundem aumentando o moral hazard em razão da concentração do poder decisório. Mas, de igual modo, não há como apurar o elemento qualificador da subcapitalização originária de forma objetiva. Há que perquirir o descumprimento de dever de fidejussão e o abuso de controle no intuito de prejudicar credores transferindo-lhes os ônus da inviabilidade do negócio. Nesses casos o sócio-administrador tende a aumentar a aposta, assumindo condutas kamikazes que majoram sobremaneira o risco do negócio, onerando exclusivamente os credores. Em caso de sucesso da estratégia, o

sócio-administrador se beneficia, mas em caso de insucesso apenas os credores arcam com os efeitos do aumento do risco.

Em suma:

a constituição de uma sociedade com capital social baixo não cria, por si só e de forma objetiva, responsabilidade aos sócios fundadores;

à administração, a quem caberá gerir as atividades sociais, compete avaliar a adequação do capital inicial aos negócios pretendidos;

verificada a inadequação, a administração deverá informar os sócios, sob pena de caracterizar, por omissão, o propósito de lesar credores;

informados sobre a inadequação, cabe aos sócios decidir sobre ajustar os negócios ao capital, aportar recursos ou extinguir a sociedade. Mantendo-se inertes, os sócios transferem aos credores de forma desarrazoada os riscos do negócio, caracterizando, por omissão, o propósito de lesar credores;

adotadas estratégias de tudo-ou-nada os sócios devem arcar com a responsabilidade pelo insucesso da aposta, porquanto transferido proposital e unicamente aos credores os ônus da estratégia, mantidos para si, entretanto, os bônus do eventual êxito.

Diferentes, por fim, são os casos em que a sociedade é constituída dolosamente para lesar credores, onde além da subcapitalização pode-se verificar ainda confusão patrimonial. Tratam-se, em tais casos, de hipóteses em que a desconsideração da personalidade jurídica decorrerá de fraude e não necessária e somente de subcapitalização originária qualificada.

### **3. SUBCAPITALIZAÇÃO SUPERVENIENTE QUALIFICADA**

No Brasil inexistente regra objetiva que determine à administração ou aos sócios o requerimento de recuperação judicial, falência ou

dissolução de sociedade subcapitalizada.<sup>23</sup> No entanto, o padrão de conduta adotado em face da constatação de subcapitalização que torne inexecutável a atividade social pode lhes acarretar responsabilidade por via da desconsideração da personalidade jurídica, sempre que caracterizado o intuito de lesar credores.

“Trava-se aqui basicamente um embate entre a liberdade dos sócios e o interesse dos credores da sociedade. Por um lado, temos que, com base no princípio da liberdade de empresa, os participantes de uma sociedade empresária são livres para decidir sobre o montante o qual estão dispostos a investir a título de capital social. Por outro, há que se considerar que uma sociedade com capital social baixo terá potencialmente menores condições de satisfazer suas obrigações, em caso de insolvência, prejudicando, dessa forma, seus credores”.<sup>24</sup>

Insta diferenciar a abordagem de certas legislações (principalmente de países da Europa Continental) que buscam – ou buscavam, na medida em que a exigência de capital mínimo vem desaparecendo em tais ordenamentos – estabelecer objetivamente o valor do capital social que deve ser aportado nas sociedades empresariais e o princípio pelo qual os sócios devem empregar capital adequado à atividade empresarial, cabendo, ademais, à administração zelar para que de fato essa relação entre capital (ponderado entre próprio e de terceiros) e atividade social seja adequada ao giro do negócio.

---

23 Como bem lembrou Celso Barbi Filho, o Código Comercial estabelecia, como causas legais consensuais ou voluntárias de dissolução, atrelada à vontade dos sócios, os casos de perda total ou insuficiência do capital social (BARBI FILHO, Celso. “Dissolução Parcial de Sociedades Limitadas”. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004, p. 117). São situações que hoje se enquadram na inexecutabilidade do fim social, que, igualmente, dependem de requerimento (facultativo e não obrigatório) de qualquer dos sócios.

24 HÜBERT, p. 99.

Reduzindo-se a discussão à cifra do capital social, tanto quando exigido capital mínimo, como quando aplicável a regra da discricionariedade para determinação do capital social, a análise tende a se perder na distinção entre capital e patrimônio social, e, de certo modo, convergir pela inexistência de critério efetivamente objetivo para se determinar a congruência do capital e, conseqüentemente, a medida da subcapitalização.

Quando, na verdade, a análise da conduta dos sócios e dos administradores em face da subcapitalização da sociedade empresária deve focar não em descumprimento de regras objetivas, mas na “aferição da licitude e possibilidade jurídica da atividade institucional societária, sob o prisma da suficiência dos meios patrimoniais incorporados vis-à-vis o atingimento do objeto social”, impondo-lhes um constante monitoramento da suficiência dos recursos próprios destinados à atividade social.<sup>25</sup>

Dessa feita, cabe à administração, no exercício desse constante monitoramento, não descuidar da relação entre recursos próprios e de terceiros, bem como de sua adequação às demandas oriundas dos negócios sociais. Constatados desequilíbrios, deve informá-los aos sócios, propondo soluções.

Não há a necessidade de qualquer regra outra que obrigue os administradores a isso, além da observação dos deveres fiduciários, devendo, no exercício de suas funções, agir com o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo deve empregar na administração de seus próprios bens e negócios. De igual modo, o dever de informar decorre da obrigação de prestação de contas e de manter os sócios sempre informados do resultado econômico da sociedade.

Quanto aos sócios controladores, a quem cabe decidir sobre as medidas a serem tomadas em face à subcapitalização, devem fazê-lo com o fim de fazer a sociedade realizar o seu objeto e cumprir sua função social, sem descuido das responsabilidades que têm para com os demais sócios e stakeholders, cujos direitos e interesses

---

25 GEVAERD, JAIR. “Direito Societário: teoria e prática da função”, 2º V. Curitiba: Genesis, 2001, p. 326.

deve lealmente respeitar e atender. E mesmo quanto aos sócios não controladores, também sobre eles recai responsabilidade pelo exercício do direito de voto, caso seja este considerado abusivo ainda que não tenha prevalecido no conclave.

Fato é que nem toda sociedade que entra no mercado deverá prosperar. O insucesso, assim como o progresso, faz parte da dinâmica empresarial, e, portanto, o risco de perdas é inerente ao mundo dos negócios. Por isso, qualquer regra que determine aos sócios aportar capital em face de perdas sociais desvirtuaria, em última análise, o instituto da responsabilidade limitada, constituindo intervenção não razoável do Estado na condução de negócios. Não se impõe aos sócios, portanto, obrigação de capitalização em face da constatação da subcapitalização superveniente da sociedade.

Não obstante, alguns estados europeus (incluindo França, Itália, Suécia e Espanha) adotavam a *recapitalize or liquidate rule*, exigindo que, sempre que as perdas levassem o capital da sociedade a nível abaixo de um mínimo regrado em lei, a sociedade deveria recapitalizar ou se reorganizar em um tipo societário cujo capital mínimo legal se adequasse aos ativos líquidos remanescentes. Mais que isso, não realizada tal reorganização ou recapitalização em tempo hábil, a sociedade deveria ser dissolvida sob pena de responsabilidade dos sócios e administradores. Tais regras, promulgadas na esteira da Segunda Diretiva da União Européia Sobre Sociedades Comerciais (1976)<sup>26</sup>, foram duramente criticadas pela doutrina de viés menos intervencionista.<sup>27</sup>

Essa dicotomia entre a ingerência legislativa na atividade empresarial (*legal capital doctrine*) e a liberdade com responsabilidade

---

26 Revogada pela Diretiva 2012/30/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de outubro de 2012, que por sua vez foi revogada pela Diretiva (UE) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativa a determinados aspetos do direito das sociedades.

27 Vide: ENRIQUES, Luca; MACEY, Jonathan R. “Creditors Versus Capital Formation: The case against the European legal capital rules”. In: *Cornell Law Review*, vol. 86, issue 6, sept 2001, p. 1165–1204; e EWANG, Fritz. “An Analysis and Critique of the European Union’s Minimum Capitalization Requirement”, sept. 2007, disponível: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1015708> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1015708>

na avaliação do negócio (business judgement rule), é apontada por Hübert:

“Assim, o debate em cada país leva necessariamente em consideração o ponto limite de ingerência do ordenamento estatal na liberdade empresarial, e as formulações que dele decorrem não deixarão de constituir manifestações de posições mais liberais ou mais intervencionistas. Não obstante, mesmo em países em que predominam concepções liberais acerca da atuação do empresário será possível verificar regras que procuram oferecer garantias aos credores sociais, como manifestações da necessidade de preservação da higidez do próprio sistema capitalista”.<sup>28</sup>

Com a revogação da Segunda Diretiva da União Européia Sobre Sociedades Comerciais, o modelo recapitalizar ou liquidar foi sendo substituído pelo modelo informativo, como é o caso do já citado art. 35º do Código de Sociedades Comerciais português, restando à administração a obrigação de constatar a subcapitalização e informar aos sócios e, a estes, segundo julgamento adequado do negócio (business judgement rule), decidir o que fazer. De tal modo, o aspecto subjetivo, atrelado à conduta do agente, mostra-se extremamente importante para aferição de responsabilidade do sócio:

“Assim, no caso de um comportamento abusivo, em termos objetivos, contrário à boa-fé, bons costumes ou ao fim económico do direito, recorre-se ao art. 334º do CC. No entanto, o sócio só poderá ser responsabilizado se o seu comportamento for culposo. Ou seja, o sócio não poderá ser responsabilizado diretamente, apenas com o recurso ao abuso de direito. Deste modo, é nosso

---

28 HÜBERT, p. 99.

entendimento que a responsabilização dos sócios no âmbito da desconsideração da personalidade jurídica é apenas possível conjugando o princípio do abuso de direito com o regime da responsabilidade civil extra contratual, previsto no art. 483º do CC. Para a aplicação da responsabilidade civil extra contratual ser possível deverão verificar-se cumulativamente cinco requisitos: facto voluntário do agente, ilicitude, dano, culpa, nexo de causalidade. Todavia, a ilicitude e o facto voluntário consideram-se imediatamente confirmados logo que se verifique o abuso de direito. Assim, entendemos que se poderão responsabilizar os sócios, por via da desconsideração da personalidade jurídica, com recurso ao abuso de direito, onde se verifica o facto voluntário e a ilicitude, conjugado com a responsabilidade civil extra contratual, desde que se verifiquem os restantes pressupostos que permitem o recurso ao regime preceituado no art. 483º, n.º 1, do CC”.<sup>29</sup>

Interessante constatar que a tese responsabilizante acima apontada encontra guarida no instituto da desconsideração da personalidade jurídica, mas com aceno aos preceitos da responsabilidade aquiliana.

Dentre nós não se faz necessário tamanho exercício, uma vez que o desvio de finalidade imperativo à configuração da desconsideração da personalidade jurídica, conforme insculpido no art. 50, §1º, do Código Civil (com a redação da Lei nº 13.874, de 2019), abarca justamente o aspecto volitivo, comissivo ou omissivo, em prejudicar credores e a ilicitude do ato:

---

29 GONÇALVES, Daniela Patricia Fernandes. “A desconsideração da Personalidade Jurídica das Sociedades Comerciais”. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade do Porto, 2015, p. 45.

Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo *desvio de finalidade* ou pela confusão patrimonial, pode o juiz, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, desconsiderá-la para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares *de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso* (g.n.).  
§ 1º Para os fins do disposto neste artigo, desvio de finalidade é a *utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza* (g.n.).

#### **4. QUALIFICAÇÃO DA SUBCAPITALIZAÇÃO MATERIAL: ASPECTO VOLITIVO E ILICITUDE**

O abuso da personalidade jurídica caracterizado pelo desvio de finalidade pressupõe, em nosso direito positivo, a utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e a prática de atos ilícitos para tal fim.

Quanto ao intuito de lesar credores, o fato voluntário não se confunde com fraude. Não implica, pois, necessariamente a prática de atos ardilosos, enganosos, eivados de má-fé, com o propósito de deliberadamente ludibriar os credores. Tendo – sócios ou administradores – ciência da subcapitalização e adotando medidas (ou omitindo-se) de forma a agravar o ônus sobre credores, fazem-no voluntariamente sabendo que estes assumirão desproporcionalmente o risco de tais medidas ou arcarão primordialmente com os efeitos de sua omissão.

É assim que, não obstante possuírem discricionariedade para buscar estratégias empresariais para lidar com a subcapitalização, isso não significa que a conduta dos sócios e administradores deva ser

arbitrária e livre de consequências. Maurício Dourado aponta várias razões para tanto:

“A primeira delas é que os administradores da sociedade e o acionista controlador têm o dever jurídico de respeitar a função social da empresa (LSA, artigos 154 e 116, parágrafo único), o qual exige que os administradores e o acionista controlador da sociedade empresária levem em consideração que a atividade empresarial por ela exercida transcende os interesses individuais dos *insiders*.<sup>30</sup> Implica admitir que gravitam em torno das atividades empresariais de uma sociedade todo um conjunto de interesses socialmente relevantes, vendo a empresa como um núcleo de importância vital para a economia por permitir a criação e a circulação da riqueza por meio dos empregos que gera, dos tributos que recolhe, e dos produtos e serviços que fornece para o abastecimento do mercado.

Se é certo que o exercício da empresa traz benefícios sociais relevantes e que interessam à coletividade para a promoção do desenvolvimento do País e o bem-estar da população, é preciso que aqueles que se dispõem a exercê-la o façam com responsabilidade, no que se inclui o dever jurídico de capitalizar a sociedade adequadamente. Portanto, a inadequada formação do capital social pode ser uma forma de transferir os riscos do negócio dos empreendedores para todos os demais stakeholders, subvertendo a distribuição natural do risco da atividade empresária.

É preciso considerar ainda que nem todos esses stakeholders têm meios de negociar garantias

---

30 Vide, sobre o tema: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. “Interesses e Valores Transcendentais na Empresa Moderna”. In: *Atualidades Jurídicas*. Belo Horizonte: Del Rey, 1993.

especiais para os seus créditos, de modo que lhe imputar um risco que seria naturalmente atribuído àquele que exerce a empresa é por demais absurdo.

A segunda razão é que a sociedade empresária, uma vez constituída, é uma entidade legal dotada de interesses próprios, que devem prevalecer sobre os interesses individuais dos administradores e dos sócios ou acionistas que a integram (LSA, artigos 115, 117, § 1o, (c) e (e), 154, caput, 155, II, 157, § 3o, 159, § 6o, 165, § 1o).

Não há dúvidas de que toda sociedade empresária é constituída com o fim de exercer alguma atividade econômica e para gerar lucros a partir de tal atividade, tanto que a legislação societária admite a possibilidade de ela ter a sua dissolução judicial decretada em caso de ser verificada a inexecutabilidade de seu fim social (CC (LGL\2002\400), art. 1.034, II), hipótese na qual se inclui a insuficiência do capital.

É certo que os sócios ou acionistas podem optar pela melhor forma de obter os recursos financeiros necessários ao exercício da atividade empresarial pela sociedade que constituíram, o que inclui opções de financiamento em vez de capitalização. No entanto, o exercício dessa opção deve levar em conta não apenas as vantagens individuais que os sócios ou acionistas obterão, mas também o que seria mais conveniente para a companhia, ou melhor, o que poderia ser visto como de seu interesse, sob pena de violação do dever de lealdade imposto aos sócios e administradores.

A terceira razão é que, nas companhias abertas, o acionista controlador possui deveres fiduciários para com a comunidade de investidores que aporta capital na sociedade. Não é por outro motivo que, ao

lado do dever jurídico de fazer com que a sociedade realize o seu objeto e cumpra a sua função social é que o parágrafo único do art. 116 da Lei 6.404/1976 (LGL\1976\12) impõe ao acionista controlador 'deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, o que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender'.

Portanto, enquanto administrador de patrimônio alheio, cabe ao sócio controlador exercer as suas funções com a devida diligência a fim de garantir que a sociedade tenha as condições necessárias para alcançar o seu objetivo, o que torna a subcapitalização intencional um fenômeno digno de atenção e cuidado, a fim de evitarem-se os abusos".<sup>31</sup>

Tratando-se de questão de fato, a constatação se houve vício de comportamento (assim compreendido no conceito de ilícito lato sensu) dos administradores e sócios deve perquirir se, ao lidar com a subcapitalização, estes empregaram cuidado, diligência, prudência, lealdade e boa-fé, observando os fins econômicos do negócio e os bons costumes empresariais.

Quanto aos administradores, existe uma relação principal-agente (mais acentuada, é verdade, nas companhias abertas) que lhes impõe o dever de agir em conformidade não apenas com as orientações dos sócios, mas também, e principalmente, no interesse da sociedade. Devem, portanto, empregar cuidado na gestão dos recursos próprios e de terceiros, diligência no controle dos resultados, prudência ao contrair passivos, e, sempre que constatarem riscos além dos esperados, informá-los aos sócios. Já estes, na orientação da administração quanto à condução dos negócios, devem observar os mesmos princípios, atuando de forma leal para com a sociedade e os

---

31 DOURADO, p. 5.

stakeholders, imbuídos, todos, administradores e sócios, de boa-fé na prossecução do fim social.

É assim que a prática de atos gratuitos em prejuízo da sociedade e a celebração de negócios não comutativos (em especial entre partes relacionadas), realizados em situação de subcapitalização, são exemplos de condutas qualificadoras do desvio de finalidade. Outros exemplos podem ser extraídos dos casos Enron e Lehman Brothers. No primeiro, houve manipulações contábeis com o objetivo de maquiar resultados e, no segundo, realização de operações de altíssimo risco travestidas de transações normais. A assimetria de informações possibilitou a transferência desarrazoada de riscos aos credores em ambos os casos.

Importante salientar que, diante do risco iminente de quebra da sociedade os administradores e sócios tendem a praticar atos temerários, às vezes buscando salvar o negócio, outras beneficiar certos credores, e tantas mais no intuito de salvaguardar seus interesses próprios. Tudo isso às custas dos credores. Não sem razão que a Lei de Falências prevê a ineficácia de certos atos praticados dentro do termo legal e, mais que isso, constrói remédio à assimetria de informações e ao conflito de interesses próprio da situação de subcapitalização ao prescrever que o plano de recuperação da empresa em recuperação judicial seja aprovado pelos credores.

É verdade que os sócios não são obrigados a capitalizar a sociedade ou requerer a recuperação judicial. Cabe-lhes, no entanto, endereçar o assunto quando instados a fazê-lo pela administração. São, portanto, responsáveis pela sua inércia. Também responsáveis são os sócios que, utilizando o poder de veto, impedem a capitalização ou, de alguma forma, obstam solução razoável à preservação da empresa.

Daí podemos concluir quanto à subcapitalização material superveniente que:

O simples fato de a sociedade aferir perdas que a levem a uma situação de subcapitalização não acarreta responsabilidade dos administradores ou sócios;

à administração, a quem cabe gerir as atividades sociais, compete conduzir os negócios de forma diligente e prudente, evitando a prática de atos gratuitos e negócios não comutativos que possam levá-la à subcapitalização;

condutas escusas, eivadas de vício comportamental, que levem a sociedade à subcapitalização ou que visem a esconder o rombo caracterizam desvio de finalidade da personalidade jurídica e acarreta responsabilização pessoal dos administradores envolvidos;

verificada a subcapitalização, a administração deverá informar os sócios, sob pena de caracterizar, por omissão, o propósito de lesar credores;

informados sobre a subcapitalização, cabe aos sócios decidir sobre redirecionar os negócios, aportar recursos, requerer a recuperação da sociedade ou buscar soluções outras coadunadas às práticas de mercado. Mantendo-se inertes, os sócios transferem aos credores de forma desarrazoada os riscos do negócio, caracterizando, por omissão, o propósito de lesar credores;

adotadas estratégias kamikaze os sócios devem arcar com a responsabilidade pelo insucesso da aposta, porquanto transferido proposital e unicamente aos credores os ônus da estratégia, mantidos para si, entretanto, os bônus do eventual êxito.

Não obstante, parte da doutrina pátria entende que a conduta omissiva dos sócios e administradores em face da capitalização material superveniente não configura ato ilícito, conforme se

depreende da lição de Fábio Ulhoa Coelho,<sup>32</sup> citando Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho:

“No Brasil, o acionista não responde pela subcapitalização da companhia. A responsabilidade dos sócios pelas obrigações sociais, na anônima, como decorre do art. 1o da LSA, é limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, e a subcapitalização não representa exceção a essa regra. [...] O acionista não tem, em outros termos, dever de capitalizar a sociedade anônima (Comparato, 1977:340; Salomão, 1998:90/91), nem mesmo na hipótese de o patrimônio social ser

---

32 Mais adiante Fabio Ulhoa Coelho reforça sua posição, especificamente em relação ao controlador: “O acionista controlador não tem, pelas obrigações da companhia, maior responsabilidade que os demais. Tal como qualquer outro acionista, ele responde, de forma limitada, apenas pela integralização de parte do capital social, dever que resta cumprido com o pagamento integral do preço de emissão das suas ações. Não existe, como regra, no direito brasileiro, hipótese de imputação de responsabilidade do controlador por obrigações da sociedade simplesmente em razão do exercício do poder de controle. Nas vezes em que o responsabiliza, de alguma forma, a lei pressupõe ilícitos, irregularidades ou fraudes (dele ou de administrador por ele escolhido). É o caso, por exemplo, da legislação previdenciária, que prevê a responsabilização solidária do acionista controlador se o inadimplemento da contribuição devida pela companhia ao sistema de seguridade social configura ato culposo ou doloso (Lei n. 8.620/93, art. 13, parágrafo único). Também cabe menção, neste contexto, ao Decreto-Lei n. 2.321/87 (art. 15) e à Lei n. 9.447/9 (art. 1º), que imputam ao acionista controlador de instituição financeira, sob regime de administração especial temporária, sob intervenção ou em liquidação extrajudicial, responsabilidade solidária pelos prejuízos decorrentes de má administração, apurada em inquérito no Banco Central. Note-se que, nesta última referência, o controlador é solidário com os administradores da instituição financeira, enquanto na primeira é-o com a sociedade anônima” (COELHO, Fábio Ulhoa. “Curso de Direito Comercial”. 5ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. II., p. 283). Tal posicionamento não coincide exatamente com a visão de Konder Comparato: “Um dos deveres do controlador, em relação aos credores sociais, é o de prover adequadamente a companhia de capital, tendo em vista o fato de que este representa a principal garantia do passivo social. Nessas condições, se a sociedade necessita de um incremento de recursos próprios, para continuar a exercer, satisfatoriamente, a sua atividade empresarial, não compete ao controlador fazer-lhe empréstimos, mas subscrever e integralizar aumentos de capital. Ao colocar-se na posição de credor mutuante, e não de subscritor de novas ações, ele quis, sem dúvida, furtar-se ao risco do investimento. Mas este constitui uma das regras essenciais do jogo. A lei não pode coonestar a sua supressão” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. “O Poder de Controle na Sociedade Anônima”, 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, item 140).

insuficiente ao atendimento de indenizações por atos ilícitos”.<sup>33</sup>

E, citando Ascarelli:

“Acentue-se que o direito brasileiro não atribui ao administrador das sociedades anônimas em geral, e das instituições financeiras em particular, o dever de conservação da integridade do patrimônio social (Ascarelli, 1945:519/529)”.<sup>34</sup>

Ao tratar do tema no direito norte-americano, noticia que:

No direito norte-americano, não se admite, em princípio, a responsabilidade dos acionistas pela inadequação ou insuficiência do capital social. Argumenta-se que, tendo a lei estabelecido capitais mínimos para a formação da sociedade anônima, a obediência aos parâmetros legais exoneraria os acionistas de qualquer responsabilização. Por outro lado, considera-se que os credores negociais não têm direito de reclamar da subcapitalização da sociedade devedora porque a tomaram por suficientemente capitalizada ao fecharem o contrato. De qualquer forma, podiam não contratar. Contudo, em relação aos credores não negociais, como os titulares de direito de indenização por ato ilícito, tem-se admitido a responsabilização dos acionistas quando demonstrada a insuficiência do capital social (Hamilton, 1980:87; Clark, 1986:79).<sup>35</sup>

---

33 COELHO, p. 175.

34 COELHO, p. 270.

35 COELHO, p. 174

No entanto, Comparato parece interpretar o tema de forma distinta:

Nos precedentes judiciais norte-americanos, um outro critério tem igualmente fundamentado as decisões que imputam ao controlador a responsabilidade pelos débitos da companhia: é a inadequada capitalização. O capital na sociedade anônima, como salientou Ascarelli, é a margem mínima de sua solvabilidade. Como os acionistas não respondem, em princípio, pelos débitos sociais, é em torno do capital social que se organiza a proteção legal dos direitos dos credores. Por isso, algumas legislações não se limitam a preservar a integridade desse capital, mas ainda fixam-lhe um valor mínimo.

É importante notar que o dever de capitalização da empresa constitui um princípio geral do direito mercantil, não submetido à lei majoritária nas sociedades de comércio”.<sup>36</sup>

E, na sequência, aponta julgados norte-americanos (Taylor v. Standard Gas & Lec. Co e Arnold v. Philips) em que houve responsabilização do controlador em razão da subcapitalização, ressaltando que a boa ou ma-fé do controlador exerce, de fato, uma influência preponderante sobre os julgamentos nessa matéria:

Nos Estados Unidos, os tribunais fixaram o princípio de que, quando o capital de uma companhia é manifestamente insuficiente para o exercício da atividade empresarial, o controlador (*active shareholder*) não pode opor o princípio da separação patrimonial, para evitar a execução dos créditos sociais sobre os seus bens, no caso de insolvabilidade da companhia. A manutenção

---

<sup>36</sup> COMPARATO; SALOMÃO, p. 388.

da exploração empresarial, nessas condições, representa um risco criado, deliberadamente, para terceiros.<sup>37</sup>

Calixto Salomão Filho, em nota de atualização da obra de Comparato, esclarece essa aparente contradição:

“Com relação à subcapitalização, é preciso fazer a distinção entre subcapitalização simples e qualificada. Na última, o capital inicial é claramente insuficiente ao cumprimento dos objetivos e da atividade social e, conseqüentemente, o perigo criado pelo(s) sócio(s) no exercício do comércio é suficiente para caracterizar a responsabilidade. Quando, ao contrário, a subcapitalização não é evidente, é necessário demonstrar o elemento subjetivo, ou seja, a culpa ou dolo do(s) sócio(s) em não prover o capital suficiente à atividade social. A óbvia dificuldade de produzir tal prova fez com que na maioria dos casos de subcapitalização simples a desconsideração seja negada.

Sancionar a subcapitalização nessas hipóteses parece de um rigor excessivo. Com efeito, se o legislador não impõe obrigação de capital mínimo, é difícil exigir do sócio que faça a previsão correta no momento de constituição da sociedade. O mais correto parece ser considerar a fixação do montante do capital como componente *da business judgement rule* do sócio e admitir a desconsideração somente nos casos em que a subcapitalização for extremamente evidente (qualificada). Até porque existe remédio mais eficaz contra a subcapitalização. É muito mais conveniente nesses casos adotar uma visão realista e ampla do capital, considerando como tal todos aqueles empréstimos

---

37 COMPARATO; SALOMÃO, p. 389.

(e não são raros) feitos pelo sócio à sociedade em situações de crise”.<sup>38</sup>

E acrescenta que:

“Nesse sentido, vale lembrar que a desconsideração só pode ser direcionada àqueles que se beneficiaram da atividade social e direcionaram a sociedade a fins diversos dos previstos, portanto a sócios controladores ou sócios gestores e jamais a diretores ou administradores, celetistas ou estatutários, que meramente prestaram serviços à sociedade e não se envolveram nos eventos que gerem a desconsideração. Como reconhece a jurisprudência, o critério para sua aplicação deve ser duplo: (i) de um lado, deve haver o benefício econômico (típico da condição de sócio); (ii) de outro, deve haver a prática de atos que levem à confusão de esferas ou que sejam ilícitos”.<sup>39</sup>

Quanto ao direito norte-americano, se a princípio os julgados inclinaram-se para a desconsideração da personalidade jurídica no caso de undercapitalization (como os citados por Comparato), verdade é que decisões com critério objetivo, baseadas unicamente na insuficiência de capital social, vêm sendo alvo de críticas:

“As a general rule in piercing cases, where capitalization is relevant it would be more useful and realistic for courts to try to determine not merely if there is undercapitalization but rather

---

38 COMPARATO; SALOMÃO, Nota de Texto 81. Abordagem semelhante consta de SALOMÃO FILHO, Calixto. “O Novo Direito Societário : eficácia e sustentabilidade”. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 304.

39 SALOMÃO FILHO, p. 311. Discordamos, nesse aspecto, quanto à impossibilidade de se responsabilizar os administradores. Sendo esses sócios ou não, respondem sempre que concorrerem para o deslocamento desarrazoado do centro de imputação de riscos aos credores na subcapitalização.

whether the corporation has been provided with an 'inadequate level of assets' to meet the type of claim involved in light of the business in which it is engaged, its financial needs, and risks of loss. In order to avoid a flood of litigation involving courts in reviewing business judgments of corporate investors and officials and severely undermining the corporate limited liability attribute, the judicial climate for piercing suits should be made inhospitable, at least to a degree, by courts making it clear that a serious deficiency in the level of assets required must be present before the corporate entity will be disregarded. It is important also that there be judicial recognition that while such a deficiency may be unfair to certain creditors who are unable to protect themselves (such as tort creditors and arguably even some contract creditors unable to protect themselves) it would not be unfair to those contract creditors who are able to protect themselves. In addition, to a degree, there must be a continuing requirement for the maintenance of an 'adequate level of assets' and not one based solely on the assets situation at the inception of the business. Persons responsible for the conduct of corporate business must recognize that at some point the level of assets available, for some potential creditors at least, is inadequate and must be increased. By the same token, an initially inadequate level of assets may be made adequate and cease to be a factor in piercing cases. It is important too for courts to recognize that in those cases in which a deficiency in assets is unfair to the creditor seeking to pierce the corporate veil the introduction of other factors (whether singly or in combination with the level of assets factor), such as disregard of corporate formalities, as contributing to the result is unnecessary, irrelevant and may lead to error. Finally, even in a case where the court determines that in light of the claim involved

a deficiency in the level of assets exists as a basis for piercing the corporate veil, the court may well decide to exclude certain investors from liability. Persons should be free to invest in a corporation without fear of personal liability if they lack the power to do anything about the provision of assets to take care of claims, or arguably even where they possess latent power if they choose to be truly passive investors”.<sup>40</sup>

Já a nossa jurisprudência ressalta a necessidade do ato volitivo para a caracterização da desconsideração da personalidade jurídica, seja comissivo:

“Agravo regimental no agravo em recurso especial. Desconsideração da personalidade jurídica. Responsabilidade. Sócio minoritário. Afastamento. Possibilidade. Decisão mantida por seus próprios fundamentos. Agravo regimental improvido. Outra questão de relevo que se apresenta é que, apesar de não existir qualquer restrição no art. 50 do CC/2002, o instituto da desconsideração da personalidade jurídica deve ter aplicação sobre os bens dos administradores ou sócios que efetivamente contribuíram na prática do abuso ou fraude na condução administrativa da sociedade empresarial, devendo, pois, ser afastada a responsabilidade do sócio minoritário que não teve atuação na prática

---

40 GELB, Harvey. “Piercing the Corporate Veil: the undercapitalization factor”. In: Chicago-Kent Law Review. V. 59, issue 1, 1982. Available at: <https://scholarship.kentlaw.iit.edu/cklawreview/vol59/iss1/2>, p. 21. Importante ter em mente, na análise das críticas de GELB, as diferenças entre as corporations norte-americanas e as sociedades fechadas e limitadas brasileiras e em que medida (com especial destaque para a dinâmica gestão e propriedade) a subcapitalização superveniente se materializa naquelas e nestas, bem como seus efeitos em relação aos sócios: “as pessoas devem ter a liberdade de investir em uma companhia sem o receio de serem pessoalmente responsáveis especialmente se não têm o poder de fazer qualquer coisa para prove-la de ativos para fazer face às suas obrigações, ou mesmo quando possuem poder latente se escolherem ser investidores verdadeiramente passivos” (tradução livre nossa).

dos referidos atos. Por isso, é possível limitar a responsabilidade de sócio minoritário, afastado das funções de gerência e administração, que comprovadamente não concorreu para o desvio de finalidade ou confusão patrimonial”.<sup>41</sup>

Ou omissivo, como destaca CALIXTO:<sup>42</sup>

“Recursos especiais. Ministério Público de Minas Gerais. Afronta ao artigo 535 do CPC. Inobservância. Danos morais coletivos. Cabimento. Ramires Tosatti Júnior. Violação ao artigo 535 do CPC. Descabimento. Limitação da desconsideração da personalidade jurídica aos sócios que exercem cargo de gerência ou administração da sociedade limitada. Impossibilidade. Multa. Artigo 538, parágrafo único, do CPC. Afastamento. Recursos parcialmente providos”. Ainda que nesta decisão haja afirmação de que “não há fazer distinção entre os sócios da sociedade limitada” para fins de desconsideração da personalidade jurídica, na fundamentação do voto, tanto do relator no STJ, quanto do desembargador na análise do caso pelo TJMG, houve ponderação quanto ao conhecimento efetivo pelo sócio minoritário, não administrador, dos atos fraudulentos que ensejaram a desconsideração: “Destaca-se, como de praxe, os apontamentos feitos pelo Tribunal de origem a respeito do tema: ‘(...) No caso dos autos, conforme já ressaltado alhures, a desconsideração da personalidade jurídica deve abranger todos os sócios independentemente dos atos de gestão ou administração praticados (...). Isto porque,

---

41 AgRg no AREsp 621.926/RJ, 3ª Turma, rel. Min. Marco Aurélio Belizze, j. 12-5-2015, DJe 20-5-2015). No mesmo sentido: REsp 1.169.175/DF, 3ª Turma, rel. Min. Massami Uyeda, DJe 4-4-2011; REsp 1.141.447/SP, 3ª Turma, rel. Min. Sidnei Beneti, DJe 5-4-2011; e RMS 25.251/SP, 4ª Turma, rel. Min. Luis Felipe Salomão, DJe 3-5-2010.

42 CALIXTO, p. 427.

pelos elementos constantes nos autos, é possível perceber que os sócios acima mencionados, apesar de não exercerem atos de gestão ou administração, tinham conhecimento de que a atividade por eles exercida não se tratava de compra e venda de avestruzes, mas sim de captação irregular de poupança popular (contrato de investimento coletivo) da qual se beneficiaram. (...) que apesar de não praticarem atos de gestão, foram coniventes com os atos fraudulentos praticados, restando patente a sua má-fé”.<sup>43</sup>

Veja que o art. 50, §1º, do Código Civil caracteriza como desvio de finalidade a prática de ato ilícito de qualquer natureza com o intuito de lesar credores. Portanto, a ação ou omissão voluntária, culposa ou não, praticada por socio ou administrador que, implicando infração de dever absoluto ou relativo, tenha como objetivo lesar credores, levará à desconsideração da personalidade jurídica.

Com efeito, Gustavo Diniz, dedicando-se ao estudo do tema com profundidade, preleciona que:

“Apesar de não estar expressamente positivado, o tipo jurídico da subcapitalização material pode ser concretamente obtido a partir do art. 50 do CC, uma vez que a subcapitalização poderia ser enquadrada com o abuso da personalidade jurídica previsto no dispositivo como a base de sua aplicação”.<sup>44</sup>

E, como já salientamos, a desconsideração da personalidade jurídica prescinde da constatação de fraude, devendo ser caracterizado

---

43 REsp 1.250.582/MG, 4ª Turma, rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. 12-4-2016, DJe 12-4-2016. No mesmo sentido: REsp 1.315.110/SE, 3ª Turma, rel. Min. Nancy Andrihgi, j. 28-5-2013, DJe 7-6-2013.

44 DINIZ, p. 207

o desvio de finalidade com o fato de se transferir abusivamente os riscos aos credores:

“Desempenhar a atividade societária com capital de terceiro pode ser fator preponderante para a transferência dos riscos para fora da sociedade, abusando da personalidade jurídica usada somente para limitar a responsabilidade. Consequentemente, ocorre proteção contra o desvio do fim da norma quando o sócio modificar a função e a utilização do privilégio da limitação de responsabilidade, com insuficiente nível de capital próprio e financiamento preponderante com capitais de terceiros. No abuso, como consequência da sociedade subcapitalizada é *desnecessária qualquer demonstração de fraude*, como requisito subjetivo que influencia a jurisprudência brasileira” (g.n.).<sup>45</sup>

Discordamos, no entanto, apenas do ponto em que parece prescindir do aspecto subjetivo, fundado no ato volitivo e na ilicitude do agente:

“Conforme já se afirmou, a disfunção da limitação de responsabilidade provocada pelo financiamento da atividade com capitais de terceiros é fato determinante, independentemente da demonstração de *elementos subjetivos* como a propalada fraude” (g.n.).

<sup>46</sup>

---

45 DINIZ, p. 208

46 DINIZ, p. 208.

Se, por um lado não se faz necessária a configuração da fraude, com todos os elementos do ato fraudulento,<sup>47</sup> é imprescindível a caracterização do ato ilícito, que pressupõe o elemento subjetivo, seja por via do artigo 186 do Código Civil:

Art. 186 - Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

Seja por meio do artigo 187:

Art. 187 - Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

Conclui-se que a conduta culposa (art. 186) ou não – porquanto admitido como ilícito o exercício abusivo do direito (art. 187) – preenche os elementos necessários à desconsideração da personalidade jurídica sempre que praticada no intuito de lesar credores.

O intuito de lesar credores, ou determinação, reside na exteriorização da vontade do agente, ocorrida quando este, consciente do fato, adota conduta omissiva ou comissiva que aumenta a exposição

---

47 Na esfera criminal, o STJ elencou os elementos para caracterizam o ato fraudulento na conduta do agente: a utilização de ardil ou de astúcia, imbricada com a má-fé, no intuito de dissimular o real objetivo de um ato ou negócio jurídico, cujo propósito seja o de ludibriar outrem. A má-fé, nesse contexto, é elemento essencial para a configuração da fraude (HC 285.587 - SP 2013/0420423-0). Na esfera cível, Silvio Venosa a define como “o uso de meio enganoso ou ardiloso com o intuito de contornar a lei ou um contrato, seja ele preexistente ou futuro” (VENOSA, Sílvio de Salvo, “Direito Civil: parte geral”. 11<sup>a</sup> ed. São Paulo: Atlas, 2011, p. 213), e, no âmbito da fraude contra credores, seus elementos são: (i) objetivo, ou *eventus dammi*, que encerra o ato realizado pelo devedor insolvente, ou prestes a se tornar insolvente, que vise prejudicar a satisfação da dívida já em aberto; e (ii) subjetivo, ou *consilium fraudis*, que é a má-fé, a clara intenção, o dolo do devedor em prejudicar o devedor.

do credor a risco levando-o a sofrer perdas que não ocorreriam em uma situação de alocação de riscos fora da esfera da subcapitalização.<sup>48</sup>

Poder-se-ia argumentar que a omissão diante da subcapitalização não ofende qualquer preceito legal, não se caracterizando, portanto, ato ilícito. Ocorre que, uma vez ciente da capitalização, o administrador que não alerta os sócios, e esses que não tomam qualquer atitude para evitar danos aos credores, afastam-se do campo da licitude para se precipitar no campo da negligência, no primeiro caso:

“Age com negligência aquele que não toma os cuidados devidos para impedir que o dano se concretize”.<sup>49</sup>

E em abuso de direito, no segundo:

“Na dinâmica do abuso de direito tem-se, no ponto inercial, aquele que imediatamente antecede a conduta e até quando esta não se complete, a esfera do direito, mas à medida em que a ação se desenrola, no *iter*, a conduta desborda-se do âmbito da licitude para transformar-se em ato ilícito”.<sup>50</sup>

Daí que a ilicitude e o intuito de lesar credores, necessários à desconsideração da personalidade jurídica, caracterizam-se pela ciência da situação de subcapitalização somada à conduta comissiva que induz a, ou omissiva que permite, a transferência desproporcional do risco da atividade para os credores da sociedade.

Nessa mesma toada, arremata Francisco Norival Mostmann:

---

48 Vide, quanto à exteriorização de vontade na prática do ilícito: MIRANDA, Pontes de. “Tratado de Direito Privado”. V.1. Campinas: Bookseller, 1999, p. 139 e 143.

49 NADER, Paulo. “Curso de Direito Civil”. v.1. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 547

50 NADER, p. 553

“No caso da subcapitalização material há uma verdadeira subversão da autonomia patrimonial; isso porque, ao passo que a sociedade empresária tem uma desproporção entre o capital próprio e o capital de terceiro, o risco da atividade passa a recair excessivamente aos credores sociais. [...] Quando a sociedade empresária segue fazendo contratos desprovida de capital próprio, não está assumindo os riscos próprios da atividade, e, portanto, está distorcendo a finalidade da criação de um patrimônio autônomo e da alocação do centro de imputação de responsabilidade apartado dos sócios. É a partir disso que se discute a possibilidade da desconsideração da personalidade jurídica nesses casos”.<sup>51</sup>

O aspecto subjetivo – prática de ato ilícito com intuito de prejudicar credores – permite, aliás, que a desconsideração da personalidade jurídica alcance apenas o patrimônio pessoal dos sócios e dos administradores que contribuíram<sup>52</sup> para o deslocamento do centro de imputação de riscos:

“As consequências para os sócios diferem se estivermos perante uma subcapitalização original ou uma subcapitalização superveniente, assim, entendemos que perante uma subcapitalização material original todos os sócios podem

---

51 MOSIMANN, Francisco Norival. “A Desconsideração da Personalidade Jurídica em Face da Subcapitalização Societária”. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências Jurídicas, Departamento de Direito, Florianópolis, 2018, p. 31.

52 E não basta que tenham contribuído para o dano, como também tenham se beneficiado do abuso da personalidade jurídica, conforme Requião já apontava em célebre conferência proferida na Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná: “O mais curioso é que a ‘disregard doctrine’ não visa a anular a personalidade jurídica, mas somente objetiva desconsiderar no caso concreto, dentro de seus limites, a pessoa jurídica, em relação às pessoas ou bens que atrás dela se escondem” (REQUIÃO, Rubens. “Abuso de Direito e Fraude Através da Personalidade Jurídica (Disregard Doctrine)”. In: RT 410/12. dez/1969).

ser responsabilizados, excepcionalmente, pelas obrigações da sociedade com recurso à desconsideração da personalidade jurídica. Por outro lado, no âmbito de uma subcapitalização superveniente serão chamados a responder, perante os credores da sociedade, apenas aqueles que intervêm de facto na gestão da sociedade ou decidiram pela continuação da actividade, com a consciência de que mais nada têm a perder, sem considerarem os credores sociais”.<sup>53</sup>

Discordamos em parte do autor supra-citado. É que mesmo na subcapitalização originária entendemos ser necessária a qualificação para responsabilizar os sócios por via da desconsideração da personalidade jurídica. Ou seja, é necessário que ela se torne manifesta e reste caracterizado o ilícito em sentido amplo.

A atribuição inicial do capital pelos sócios é exercício dentro da discricionariedade pautada no business judgement rule dos fundadores. Compete, portanto, à administração, a quem cabe dar inícios às atividades, (a) o juízo de adequação (ou congruência) do capital às atividades pretendidas, (b) constatar a insuficiência e (c) alertar os sócios de tal fato. Mantendo-se omissos, os sócios,<sup>54</sup> configura-se o abuso no intuito de lesar credores. Entretendo, havendo discordância, cabe ao sócio dissidente, mesmo não tendo poder de voto para aprovar a capitalização ou remédio outro em face da subcapitalização, fazer constar em ata seu voto (ou de outro modo formalizar sua discordância) para se resguardar de responsabilidade.

---

53 GUEDES, Paulo Flávio Ferreira. “Desconsideração da Personalidade Jurídica nas Sociedades por Quotas Descapitalizadas”. Dissertação de Mestrado. Universidade do Porto, Faculdade de Direito, Porto, 2012, p. 54.

54 Nesse ponto, as especificidades das sociedades limitadas e anônimas (em especial as abertas) exigem tratamento diverso aos sócios. Como bem salienta GELB (p. 22), não deve ser pessoalmente responsabilizado o investidor passivo que não participa de maneira significativa da governança da sociedade. O investidor passivo (normalmente investidor de varejo) não se confunde com sócio omissos (participante de bloco minoritário ou investidor institucional, que participa ativamente de outras deliberações sociais, inclusive da aprovação de contas e da eleição de administradores). Cuida-se de distinção de natureza fática, que deve ser apurada caso a caso.

Por outro lado, caso a administração não manifeste aos sócios a percepção de que o capital inicial é insuficiente ao giro dos negócios, será – por negligência, imperícia ou imprudência – responsável juntamente com os fundadores pela subcapitalização.

Entendemos, pois, que a subcapitalização pode ocasionar a desconsideração da personalidade jurídica, estendendo as obrigações da sociedade aos administradores e sócios sempre que:

a) seja manifesta e a administração não alerte os sócios, responsabilizando-se, por via da desconsideração da personalidade jurídica, os administradores que tinham ciência do fato e não cumpriram seu dever de informar; ou

b) seja manifesta e os sócios, uma vez alertados do fato, não tomem qualquer atitude para evitar o deslocamento desarrazoado do risco aos credores sociais.

A desconsideração da personalidade jurídica também ocorre quando o administrador ou o sócio contribui culposa ou dolosamente para a gênese ou adensamento da subcapitalização. É assim que estratégias empresariais evitadas de culpa ou dolo que causem ou agravem a subcapitalização podem acarretar desconsideração da personalidade jurídica comprometendo o patrimônio pessoal do administrador ou sócio que contribuiu para tal situação.

De tal sorte, para além da subcapitalização material culposa, cuja prova decorre da interpretação do business judgement rule, ou dolosa, que exige a perquirição dos elementos da fraude, a subcapitalização material qualificada configura-se mediante a coexistência de apenas dois pressupostos: (i) manifestação da subcapitalização (ciência do fato) e (ii) omissão da administração ou dos sócios.

Apesar de serem elementos subjetivos, a ciência do fato e a omissão são facilmente constatados. Nas companhias abertas (por força da Instrução CVM 480) a administração é obrigada a reportar aos acionistas (no item 10.1 do Formulário de Referência) sobre (a) as condições financeiras e patrimoniais da sociedade, (b) sua estrutura de capital, (c) capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos, (d) fontes de financiamento

para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes utilizadas, (e) fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes que pretende utilizar para cobertura de deficiências de liquidez, (f) níveis de endividamento e as características de tais dívidas, descrevendo ainda (i) contratos de empréstimo e financiamento relevantes, (ii) outras relações de longo prazo com instituições financeiras, (iii) grau de subordinação entre as dívidas, (iv) eventuais restrições impostas à companhia, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário, bem como se a companhia vem cumprindo essas restrições, (g) limites dos financiamentos contratados e percentuais já utilizados, e (h) alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras.

Tais informações, somadas a outras exigidas nos itens subsequentes do Formulário de Referência, fornecem substrato adequado aos acionistas para avaliar a situação econômico-financeira da companhia. É assim que, mesmo nas companhias fechadas e sociedades limitadas, não basta à administração apresentar aos sócios o balanço e as demonstrações financeiras ao fim do exercício social para se eximir da responsabilidade de informar a subcapitalização. Deverá, como parâmetros mínimos, endereçar tais temas e propor aos sócios soluções para enfrentar os desequilíbrios encontrados. A falta desse cuidado, vinda de quem compete gerir a situação econômico-financeira da companhia, configura omissão, que, em situação de subcapitalização, poderá levar à responsabilização do administrador por via da desconsideração da personalidade jurídica.

Tendo acesso a tais informações, bem como à proposta da administração para a capitalização da sociedade, compete aos sócios deliberar sobre como tratar a subcapitalização. Sendo certo que a adoção de medidas para enfrentar a subcapitalização tende a afastar o elemento omissivo caracterizador do ilícito, não tem, entretanto, o condão de debelar por inteiro a qualificação da subcapitalização. A conduta adotada em face da subcapitalização deverá ser investigada

se voltada a mitigar ou agravar a imputação de riscos sobre credores, caso em que, constatado o intuito (ainda que oculto sob a fachada de planos inexequíveis) de sobrecarregar o risco dos credores, o abuso será igualmente configurado e acarretará a desconsideração da personalidade jurídica.

## BIBLIOGRAFIA

BARBI FILHO, Celso. Dissolução Parcial de Sociedades Limitadas. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004.

CARVALHO, Gabriel Siqueira Eliazar. “O Capital Social sob a Ótica de Garantia aos Credores: Controvérsias, ineficiência e reflexões sobre a crise do instituto”. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da UFMG, Belo Horizonte, 2020.

CARVALHO, Maria Miguel. O Novo Regime Jurídico do Capital Social das Sociedades por Quotas. In: Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal, coord. Paulo de Tarso Domingues & Maria Miguel Carvalho, p. 9-35, Coimbra: Almedina, 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. “Curso de Direito Comercial”. v. II. 5<sup>a</sup>. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. “O Poder de Controle na Sociedade Anônima”, 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Interesses e Valores Transcendentais na Empresa Moderna. In: Atualidades Jurídicas. Belo Horizonte: Del Rey, 1993.

SALOMÃO FILHO, Calixto. “O Novo Direito Societário: eficácia e sustentabilidade”. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2019.

COUTINHO DE ABREU, J.M. “Subcapitalização de Sociedade e Desconsideração da Personalidade Jurídica”. In: Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal, coord. Paulo de Tarso Domingues & Maria Miguel Carvalho, p. 37-41, Coimbra: Almedina, 2011.

DINIZ, Gustavo Saad. “Subcapitalização Societária: financiamento e responsabilidade”. Belo Horizonte: Ed. Fórum, 2012, p. 188.

DOURADO, Maurício Custódio. “Consequências da Subcapitalização no Direito Empresarial”. Revista de Direito Privado, vol. 95/2018, p. 131 – 154, nov. 2018.

ENRIQUES, Luca; MACEY, Jonathan R. “Creditors Versus Capital Formation: The case against the European legal capital rules”. In: Cornell Law Review, vol. 86, issue 6, sept 2001, p. 1165–1204

EWANG, Fritz. “An Analysis and Critique of the European Union’s Minimum Capitalization Requirement”, sept. 2007, disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1015708> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1015708s>

FARIA, Catarina P. F. A. “A Subcapitalização das Sociedades Comerciais”. Dissertação de Mestrado. Instituto Universitário de Lisboa. Escola de Ciências Sociais e Humanas. Departamento de Economia Política. Lisboa, 2014.

GELB, Harvey. “Piercing the Corporate Veil: the undercapitalization factor”. In: Chicago-Kent Law Review. V. 59, issue 1, 1982. Available at: <https://scholarship.kentlaw.iit.edu/cklawreview/vol59/iss1/2>

GEVAERD, JAIR. “Direito Societário: teoria e prática da função”, 2º V. Curitiba: Genesis, 2001.

GONÇALVES, Daniela Patricia Fernandes. “A Desconsideração da Personalidade Jurídica das Sociedades Comerciais”. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade do Porto, 2015.

GUEDES, Paulo Flávio Ferreira. “Desconsideração da Personalidade Jurídica nas Sociedades por Quotas Descapitalizadas”. Dissertação de Mestrado. Universidade do Porto, Faculdade de Direito, Porto, 2012.

GUIMARÃES, Maria Celeste Morais. “Recuperação Judicial de Empresas e Falência: à luz da lei n. 11.101/2005”. Belo Horizonte: Del Rey, 2007.

HÜBERT, Ivens Henrique. “O Capital Social e suas Funções na Sociedade Empresária”. Dissertação de Mestrado. Pontifícia Universidade Católica (PUC/SP), São Paulo, 2007.

LUNDBERG, Eduardo Luís. “Rede de Proteção e Saneamento do Sistema Bancário”. In: Intervenção e Liquidação Extrajudicial no Sistema Financeiro Nacional, org. Gustavo Loyola & Jairo Saadi, São Paulo: Textonovo, 1999.

MIRANDA, Pontes de. “Tratado de Direito Privado”. V.1. Campinas: Bookseller, 1999.

MOSIMANN, Francisco Norival. “A Desconsideração da Personalidade Jurídica em Face da Subcapitalização Societária”. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências Jurídicas, Departamento de Direito, Florianópolis, 2018.

NADER, Paulo. “Curso de Direito Civil”. v.1. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

PIMENTA, Eduardo Goulart. “Direito Societário”. Porto Alegre: Editora Fi, 2017.

REQUIÃO, Rubens. “Abuso de Direito e Fraude Através da Personalidade Jurídica (Disregard Doctrine)”. In: Revista dos Tribunais. v. 803/2002. p. 751-764. set/2002 (originalmente publicado em RT 410/12 dez/1969).

REQUIÃO, Rubens. “Curso de Direito Falimentar”. São Paulo: Saraiva, 1992.

RIBEIRO, Maria de Fátima. “O Capital Social das Sociedades por Quotas e o Problema da Subcapitalização Material”. In: Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal, coord. Paulo de Tarso Domingues & Maria Miguel Carvalho, p. 43-84, Coimbra: Almedina, 2011.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. “Liquidação Extrajudicial de Instituições Financeiras: Alguns aspectos polêmicos”. In: Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, nº 49, janeiro/março de 1983.

VENOSA, Sílvio de Salvo, “Direito Civil: parte geral”. 11<sup>a</sup> ed. São Paulo: Atlas, 2011.

XAVIER, José Tadeu Neves. “Considerações sobre a Necessidade de Resgatar o Conceito de Capital Social: Análise da crise (ou redefinição) da noção de capital social”. Revista Síntese Direito Empresarial, v. 42, p. 130-167, 2015.



Júlia Andere

# **Efeitos do descumprimento ou verificação da falsidade das Declarações e Garantias**

## **1. INTRODUÇÃO**

Ao longo da década de 1990, com desestatização e o gradual abandono do posicionamento protecionista, a economia brasileira passou por um processo de internacionalização, passando a atrair mais capital estrangeiro para o país<sup>2</sup>. Consequentemente, diante do novo cenário concorrencial, as operações de fusões e aquisições no Brasil passaram a ganhar mais espaço<sup>3</sup>.

A partir de então, as discussões envolvendo contratos de operações de fusões e aquisições passaram a ter grande relevância no mercado brasileiro. Em 2012, as transações envolvendo tais operações de M&A no país foram de 816, sendo que, destas, 474 envolveram empresas estrangeiras<sup>4</sup>. Em 2020, por sua vez, apesar dos impactos desencadeados pela pandemia do Covid-19, foram registradas 1.117 fusões e aquisições no Brasil<sup>5</sup>,

Nesse contexto, tendo em vista que operações dessa natureza envolvem preocupações em relação a extensão dos riscos alocados às partes, passou-se a utilizar ferramentas contratuais para mitigar os

---

1 Pós-graduanda pelo Programa LLM em Direito Empresarial do IBMEC. Pós-graduanda pelo MBA em Advocacia de Alta Performance pela PUC Minas. Advogada com atuação em Direito Empresarial. Bacharel em Direito pela Faculdades Milton Campos.

2 CARVALHO, Veridiana Ramos da Silva, e LIMA, Gilberto Tadeu. Estrutura produtiva, restrição externa e crescimento econômico: a experiência brasileira. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 18, n. 1, p-31-60. p. 32. Disponível em <https://www.econbiz.de/Record/estrutura-produtiva-restri%C3%A7%C3%A3o-externa-e-crescimento-econ%C3%B4mico-a-experi%C3%Aancia-brasileira-lima-gilberto-tadeu/10004965223>. Acesso em 18 de setembro de 2021.

3 ROSSETTI, José Paschoal. Fusões e Aquisições no Brasil: as razões e os impactos. In: BARROS, Betania Tanure de. *Fusões, Aquisições & Parcerias*. São Paulo: Atlas, 2001. p. 68-69.

4 GIAMBIAGI, Fabio. *Economia brasileira contemporânea*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 188. E Conforme: KPMG. *Fusões & Aquisições no Brasil – Análise dos anos 90*. Disponível em: [https://www.kpmg.com.br/publicacoes/corporate\\_finance/structuredfinance/fa\\_90s.pdf](https://www.kpmg.com.br/publicacoes/corporate_finance/structuredfinance/fa_90s.pdf). Acesso em 27 de setembro de 2021.

5 Disponível em <https://home.kpmg/br/pt/home/insights/2021/05/fusoes-e-aquisicoes-brasil-2020.html>. Acesso em 27 de setembro de 2021.

riscos identificados nas operações de M&A, sendo elas as cláusulas de Declarações e Garantias.

Desse modo, o presente artigo visa analisar a aplicabilidade das cláusulas de Declarações e Garantias nas operações de fusões e aquisições, especialmente os efeitos de seu descumprimento ou verificação de falsidade, bem como os remédios contratuais e legais aplicáveis para tais situações.

## **2. CONCEITO, FINALIDADE E A PRESENÇA DAS DECLARAÇÕES E GARANTIAS NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA**

As cláusulas de Declarações e Garantias (conhecidas no common law como representations & warranties) dizem respeito a promessas do declarante de que as afirmações – positivas ou negativas – sobre os aspectos jurídico, econômico, contábil, operacional e financeiro da sociedade-alvo do negócio são verdadeiras, assumindo a responsabilidade pela veracidade e exatidão de tais informações, sob pena de penalização em caso de descumprimento ou verificação de falsidade das declarações e garantias ali previstas<sup>6</sup>.

São bastantes relevantes em operações de M&A (Mergers and Acquisitions) como mecanismos contratuais utilizados para mitigar eventuais riscos identificados ao longo das tratativas negociais, ou, ainda, como forma de proteção em relação a eventuais contingências ocultas que não puderam ser identificadas até a data de fechamento da operação. “A utilização desse instrumento contratual permite, assim, que a parte compradora, na maioria das vezes, confirme a veracidade e a precisão das informações prestadas pela vendedora.”<sup>7</sup>

---

6 LACERDA, Guilherme Alexandre França. CLÁUSULA DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS: Definidor contratual dos riscos das operações de fusões e aquisições no Brasil. 2020, p. 27. Disponível em: [https://bdm.unb.br/bitstream/10483/26875/1/2020\\_GuilhermeAlexandreFrancaDeLacerda\\_tcc.pdf](https://bdm.unb.br/bitstream/10483/26875/1/2020_GuilhermeAlexandreFrancaDeLacerda_tcc.pdf). Acesso em 27 de setembro de 2021.

7 FUKUHARA, Douglas Vicensoto. Vícios Redibitórios na Alienação de Participação Societária: análise específica das cláusulas de declarações e garantias. 2020, p. 1. Disponível em: [https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/375.\\_15.10.2020.\\_douglas\\_vicensoto\\_fukuhara.pdf](https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/375._15.10.2020._douglas_vicensoto_fukuhara.pdf). Acesso em 27 de setembro de 2021.

Desta sorte, suas principais finalidades são: “(i) retratar a situação da empresa alvo na data de assinatura dos contratos/data de fechamento da operação, (ii) alertar o comprador sobre pontos sensíveis da empresa alvo e eventualmente estimulá-lo a conduzir investigações adicionais, e (iii) fornecer ao comprador bases fáticas para eventuais demandas de indenização”<sup>8</sup>.

As cláusulas de Declarações e Garantias apresentam, portanto, um full disclosure da operação – relativamente aos fatos passados e presentes da sociedade-alvo<sup>9</sup> -, em que tudo que for de conhecimento por uma das partes sobre o objeto do negócio, necessariamente, tem de ser divulgado para a outra parte até o closing da operação. Quanto maior o conhecimento do objeto do negócio, mais claras e delimitadas serão as responsabilidades e os riscos assumidos por cada parte.

Naturalmente, as cláusulas a serem inseridas em cada contrato variam de acordo com as peculiaridades de cada operação, tendo as partes ampla liberdade de determinarem os assuntos a serem abordados nas Declarações e Garantias. De toda sorte, as mais relevantes visam prever a definição do preço e alocação dos riscos, bem como a fundamentação para indenização em caso de eventual descumprimento ou verificação de falsidade das afirmações previstas contratualmente.

No tocante à legislação aplicável, como não há normas no direito positivo pátrio que tratem sobre a elaboração, aplicação e interpretação das cláusulas de Declarações e Garantias, recorre-se aos princípios basilares do Direito Civil, especialmente os princípios da autonomia da vontade, da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual, bem como o princípio da boa-fé objetiva – e seus deveres conexos de informação e lealdade -, os quais estão previstos

---

8 CITOLINO, Carolina Bosso. Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil. 2013, p.55. Disponível em: [http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1277/Carolina%20Bosso%20Citolino\\_Trabalho.pdf?sequence=1](http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1277/Carolina%20Bosso%20Citolino_Trabalho.pdf?sequence=1). Acesso em 27 de setembro de 2021.

9 A princípio, declarações e garantias sobre fatos futuros não passam de meras suposições. Para constituir eventual força contratual faz-se necessário detenção de conhecimentos específicos que possam garantir uma declaração de certeza sobre o fato futuro.

nos artigos 421, 421-A, parágrafo único, e 113, respectivamente<sup>10</sup>. Além disso, aplica-se também o art. 219<sup>11</sup> da legislação civilista – o qual dispõe que as declarações constantes em um negócio se presumem verdadeiras pelas partes signatárias -, de modo a criar uma presunção relativa quanto à veracidade da informação para fins de alocação de risco<sup>12</sup>.

### **3. EFEITOS JURÍDICOS-CONTRATUAIS PELA VIOLAÇÃO DAS CLÁUSULAS DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS**

#### **3.1 INDENIZAÇÃO - EXCLUSIVE REMEDY CLAUSE**

Em toda e qualquer operação de fusão ou aquisição é imprescindível um contrato de compra e venda da participação societária. Uma vez ultrapassada a fase negocial – em que as partes tomam conhecimento dos riscos envolvendo a operação -, passe-se à fase contratual, a qual caracteriza-se pela alocação contratual dos riscos, que dar-se-á por meio da inserção no contrato da cláusula de Declarações e Garantias.

Nesse sentido, levando-se em consideração a natureza de instrumento de alocação de riscos das Declarações e Garantias, bem como a presunção de veracidade das informações ali contidas, a quebra da cláusula caracteriza a concretização do risco assumido, o que gera um direito de reparação pela quebra de confiança. “Se, após

---

10 Código Civil. Art. 421. A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato. (Redação dada pela Lei nº 13.874, de 2019) Parágrafo único. Nas relações contratuais privadas, prevalecerá o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

Art. 421-A. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

11 Código Civil. Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.

12 GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 73.

o fechamento da operação, os fatos e informações declarados não se verificarem na prática, ou se houver imprecisão dos dados fornecidos, o vendedor pode ser responsabilizado e demandando a indenizar o comprador.”<sup>13</sup>

Para tanto, junto com a cláusula de Declarações e Garantias, que, dentre outras coisas, estipula os fundamentos da indenização em caso de sua violação, os contratos de operações de M&A preveem a cláusula de indenização como o único remédio contratual possível para ressarcir a parte prejudicada de eventuais prejuízos, a qual é conhecida como cláusula de remédio exclusivo ou exclusive remedy clause, “cuja finalidade é definir contratualmente o único remédio que o credor possa acionar.”<sup>14</sup>

Desse modo, diante do descumprimento ou falsidade das Declarações e Garantias, à luz dos princípios da autonomia da vontade e da liberdade contratual – bem como em razão da inexistência de proibição legal à existência de cláusulas desta natureza -, as partes podem definir contratualmente as responsabilidades contratuais para o caso de sua transgressão, podendo ainda limitar as possibilidades para ressarcimento de eventual prejuízo<sup>15</sup>. Dentre as limitações mais comuns – de proteção ao vendedor - estabelece-se um valor mínimo e máximo indenizável (conhecido como baskets e cap, respectivamente), em que as perdas atinjam um valor mínimo antes que possam ser cobradas, e um valor máximo, geralmente fixado com base em um percentual do preço pago pelos ativos adquiridos. Além disso, também é bastante frequente a incidência de limitações temporais, pelas quais

---

13 CAPURUÇO, Guilherme. Cláusulas de declarações e garantias em operações de M&A: o que são e para que servem. Disponível em [https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/clausulas-de-declaracoes-e-garantias-em-operacoes-de-ma-o-que-sao-e-para-que-servem/#\\_ftn1](https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/clausulas-de-declaracoes-e-garantias-em-operacoes-de-ma-o-que-sao-e-para-que-servem/#_ftn1). Acesso em 28 de setembro de 2021.

14 LACERDA, Guilherme Alexandre França. CLÁUSULA DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS: Definidor contratual dos riscos das operações de fusões e aquisições no Brasil. 2020, p. 57. Disponível em: [https://bdm.unb.br/bitstream/10483/26875/1/2020\\_GuilhermeAlexandreFrancaDeLacerda\\_tcc.pdf](https://bdm.unb.br/bitstream/10483/26875/1/2020_GuilhermeAlexandreFrancaDeLacerda_tcc.pdf). Acesso em 28 de setembro de 2021.

15 CITOLINO, Carolina Bosso. Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil. 2013, p.103. Disponível em: [http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1277/Carolina%20Bosso%20Citolino\\_Trabalho.pdf?sequence=1](http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1277/Carolina%20Bosso%20Citolino_Trabalho.pdf?sequence=1). Acesso em 27 de setembro de 2021.

limita-se à indenização pelas perdas descobertas até um determinado interregno de tempo.

Tem-se ainda, como modo de limitar a responsabilidade do vendedor, o uso da disclosure letter, pela qual estabelece-se que todas as matérias discriminadas no instrumento não poderão ser consideradas como quebra das declarações e garantias, uma vez que são de conhecimento do comprador e foram consideradas no preço estipulado entre as partes<sup>16</sup>. Por outro lado, um mecanismo de proteção ao comprador consiste no pagamento diferido no tempo ou por meio do depósito de parte do pagamento numa conta de garantia, que só será liberado futuramente (escrow accounts).

Tais cláusulas limitadoras são validas, pois, “em princípio, não constituem nenhuma autorização para agir ilicitamente, as convenções de não indenizar e as convenções ou cláusulas que limitam a indenização”<sup>17</sup>. Todavia, ainda que seja livre às partes determinar limitações ao dever de indenizar, tais limitações não se aplicam “aos danos causados por culpa grave ou dolo de uma das partes, não exclua indenização por quebra de obrigações principais do contrato e não exclua indenização por danos diretamente relacionados à vida e à integridade física de pessoas naturais.”<sup>18</sup>

Ademais, ressalta-se que é o vendedor declarante, na condição de sócio/acionista, “que assume a responsabilidade correspondente à declaração feita e não a sociedade-alvo, pois o contrato e as declarações não são feitas em nome da sociedade, mas no nome dos sócios<sup>19</sup>”,

---

16 FILHO, Vicente de Paula Marques. Cláusulas de Representações e Garantias em Fusões e Aquisições. Disponível em: <https://www.marquesfilhoadvogados.com.br/clausula-de-representacoes-e-garantias-em-fusoes-e-aquisicoes/>. Acesso em 28 de setembro de 2021.

17 AZEVEDO, Antonio Junqueira de. A boa fé na formação dos contratos. In: NERY JUNIOR, Nelson e NERY, Rosa Maria de Andrade. Responsabilidade civil: direito de obrigações e direito negocial. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010. p. 421.

18 CITOLINO, Carolina Bosso. Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil. 2013, p.106. Disponível em: [http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1277/Carolina%20Bosso%20Citolino\\_Trabalho.pdf?sequence=1](http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1277/Carolina%20Bosso%20Citolino_Trabalho.pdf?sequence=1). Acesso em 28 de setembro de 2021.

19 FILHO, Vicente de Paula Marques. Cláusulas de Representações e Garantias em Fusões e Aquisições. Disponível em: <https://www.marquesfilhoadvogados.com.br/clausula-de-representacoes-e-garantias-em-fusoes-e-aquisicoes/>. Acesso em 28 de setembro de 2021.

cabendo, portanto, a eles responder pelas afirmações contidas nas Declarações e Garantias que não retratam a realidade.

Pois bem, conforme esposado acima, não há normas positivadas no ordenamento jurídico pátrio a respeito da responsabilização pela violação das Declarações e Garantias. Deste modo, a cláusula deve ser analisada à luz do princípio da boa-fé e dos pressupostos basilares do direito civilista que configuram o direito à indenização.

De acordo com o ordenamento jurídico pátrio, o dever de indenizar pressupõe a responsabilidade civil, seja ela contratual ou extracontratual, a depender da vontade das partes retratada no contrato. Em quaisquer das duas modalidades, para configurar a responsabilização da parte, faz-se necessário o preenchimento dos seguintes requisitos: (i) o ato ilícito; (ii) o dano; e (iii) o nexo de causalidade entre o ato praticado e o dano, e (iv) a culpa da parte infratora pelo cometimento do ato. Percebe-se, pois, que para os contratos de M&A não há previsão legal que determine a responsabilidade objetiva da parte declarante que violou as Declarações e Garantias, sendo, portanto, necessária a comprovação da culpa do agente.

No tocante à responsabilidade civil contratual, prevista no art. 389 do Código Civil<sup>20</sup>, tendo em vista a presunção de veracidade das afirmações contidas na cláusula de Declarações e Garantias, a culpa da parte declarante é presumida, competindo ao devedor comprovar que o dano ocorreu por motivo que não dera causa. Por sua vez, na esfera extracontratual (art. 927 do Código Civil<sup>21</sup>), a prova da culpa fica à cargo da parte prejudicada. Contudo, a grande maioria dos contratos M&A preveem regras bastantes pormenorizadas a respeito da indenização, especialmente em razão de suas funções limitadoras ao dever de indenizar em caso de quebra das declarações e garantias.

Tem-se, portanto, que a indenização, como consequência jurídica-contratual da violação da cláusula de Declarações e Garantias,

---

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

21 Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.

confere à parte prejudicada o direito à reinvidicação pelas perdas e danos diretos<sup>22</sup> causados, de acordo com as regras inerentes à responsabilidade civil, em conformidade com as diretrizes da indenização prevista contratualmente.

### **3.2 O ABATIMENTO DO PREÇO POR VÍCIOS REDIBITÓRIOS E ANULAÇÃO DO CONTRATO POR VÍCIOS DE CONSENTIMENTO**

Ainda que os contratos de M&A, muitas vezes, preverem cláusulas de Declarações e Garantias estruturadas em conjunto com as cláusulas de sole remedy – ou, ainda, de renúncia à anulação do contrato -, as cláusulas limitadoras, como mencionado acima, não podem ser aplicadas indiscriminadamente, de modo que, por vezes, aplicar-se-á as regras do ordenamento jurídico pátrio<sup>23</sup>. Caso contrário, seria admitir que as disposições de remédio exclusivo permitiriam que informações falsas prestadas intencionalmente durante a fase de negociação e de celebração do contrato não fossem objeto de análise e responsabilização.

Sendo assim, não obstante o remédio indenizatório previsto nos contratos em caso de descumprimento ou verificação da falsidade das Declarações e Garantias, tendo sido violada alguma declaração, com o conseqüente surgimento de uma contingência futura, admite-se, em favor do comprador, fundamentar sua pretensão nos seguintes remédios jurídicos: (i) vício redibitório e (ii) anulação por vício de consentimento.

Em alguns casos, apesar da utilização da cláusula de Declarações e Garantias, “a compradora se vê diante de vícios ocultos que só são

---

22 A legislação brasileira, nos termos do at. 403 do Código Civil, determina que apenas serão indenizáveis os danos resultantes direta e imediatamente da quebra do próprio contrato.

23 FUKUHARA, Douglas Vicensoto. Vícios Redibitórios na Alienação de Participação Societária: análise específica das cláusulas de declarações e garantias. 2020, p. 2. Disponível em: [https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/375.\\_15.10.2020.\\_douglas\\_vicensoto\\_fukuhara.pdf](https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/375._15.10.2020._douglas_vicensoto_fukuhara.pdf). Acesso em 28 de setembro de 2021.

descobertos após a consumação da operação”<sup>24</sup>. Diante disso, tendo em vista que a legislação civilista brasileira não dispõe de regras específicas sobre os contratos de M&A, faz-se mister a utilização do instituto dos vícios redibitórios como respaldo jurídico em relação a existência de vícios ocultos na sociedade-alvo.

No que diz respeito ao vício redibitório, exige-se que o vício seja oculto, bem como seja comprovado o dolo do vendedor<sup>25</sup>. Preenchidas tais circunstâncias, o defeito que recaia sobre a coisa vendida (ações) – diminuindo seu valor ou tornando-a inadequada ao uso que se destina –, ensejaria o direito do comprador de obter abatimento no preço ajustado no contrato pela aquisição dos ativos da sociedade-alvo, nos termos do artigo 442 do Código Civil<sup>26</sup>.

Por seu turno, ainda que as cláusulas de Declarações e Garantias sirvam como meio de “persuadir o vendedor a divulgar e disponibilizar ao comprador a maior quantidade possível de informações sobre o bem a ser adquirido”<sup>27</sup>, nem sempre sua marca preventiva em relação aos vícios de vontade afasta a celebração de um negócio jurídico eivado de dolo ou erro.

Sendo assim, identificado o defeito do negócio jurídico por vícios de consentimento, o comprador resguarda-se no direito de requerer a anulação do contrato. Ou seja, comprovado o erro substancial (arts.

---

24 FUKUHARA, Douglas Vicensoto. Vícios Redibitórios na Alienação de Participação Societária: análise específica das cláusulas de declarações e garantias. 2020, p. 2. Disponível em: [https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/375.\\_15.10.2020.\\_douglas\\_vicensoto\\_fukuhara.pdf](https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/375._15.10.2020._douglas_vicensoto_fukuhara.pdf). Acesso em 28 de setembro de 2021.

25 Código Civil. Art. 441. A coisa recebida em virtude de contrato comutativo pode ser enjeitada por vícios ou defeitos ocultos, que a tornem imprópria ao uso a que é destinada, ou lhe diminuam o valor. Parágrafo único. É aplicável a disposição deste artigo às doações onerosas.

Art. 443. Se o alienante conhecia o vício ou defeito da coisa, restituirá o que recebeu com perdas e danos; se o não conhecia, tão-somente restituirá o valor recebido, mais as despesas do contrato.

26 Código Civil. Art. 442. Em vez de rejeitar a coisa, redibindo o contrato (art. 441), pode o adquirente reclamar abatimento no preço.

27 SABADIN, Mariana Guerra. Autonomia privada e licença para mentir – uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual e da responsabilidade por dolo. 2015, p. 34. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/14296/Vers%C3%A3o%20Final%20Apresentada%20C3%A0%20Direito%20GV%207C%2030.11.2015.pdf>. Acesso em 29 de setembro de 2021.

138 e 139 do Código Civil<sup>28</sup>) – em que “o agente, por desconhecimento ou falso conhecimento das circunstâncias age de um modo que não seria sua vontade, se ele conhecesse a verdadeira situação<sup>29</sup>” – ou o dolo (art. 145 do Código Civil<sup>30</sup>) praticado – quando utilizou-se de “artifício malicioso por uma das partes ou por terceiro com o propósito de induzir alguém a celebrar o contrato em condições que o prejudica<sup>31</sup>” –, admite-se a anulação do contrato, independentemente de eventual indenização devida à parte compradora.

Ressalta-se, porém, que além do erro ser substancial, este deve ser escusável, ou seja, poderia ser percebido por qualquer pessoa de diligência normal. Outrossim, a anulação do contrato em caso de dolo, somente é possível se este for sua causa determinante. Ou seja, o negócio é anulável quando existente o dolo principal ou causal – “aquele sem o qual o negócio jurídico não seria celebrado”<sup>32</sup> –, isto, pois, na hipótese de verificação de dolo accidental, prevê o art. 146 do

---

28 Código Civil. Art. 138. São anuláveis os negócios jurídicos, quando as declarações de vontade emanarem de erro substancial que poderia ser percebido por pessoa de diligência normal, em face das circunstâncias do negócio.

Art. 139. O erro é substancial quando:

I - interessa à natureza do negócio, ao objeto principal da declaração, ou a alguma das qualidades a ele essenciais;

II - concerne à identidade ou à qualidade essencial da pessoa a quem se refira a declaração de vontade, desde que tenha influído nesta de modo relevante;

III - sendo de direito e não implicando recusa à aplicação da lei, for o motivo único ou principal do negócio jurídico.

29 FILHO, Vicente de Paula Marques. Cláusulas de Representações e Garantias em Fusões e Aquisições. Disponível em: <https://www.marquesfilhoadvogados.com.br/clausula-de-representacoes-e-garantias-em-fusoes-e-aquisicoes/>. Acesso em 28 de setembro de 2021.

30 Código Civil. Art. 145. São os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa.

31 FILHO, Vicente de Paula Marques. Cláusulas de Representações e Garantias em Fusões e Aquisições. Disponível em: <https://www.marquesfilhoadvogados.com.br/clausula-de-representacoes-e-garantias-em-fusoes-e-aquisicoes/>. Acesso em 28 de setembro de 2021.

32 SABADIN, Mariana Guerra. Autonomia privada e licença para mentir – uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual e da responsabilidade por dolo. 2015, p. 11. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/14296/Vers%C3%A3o%20Final%20Apresentada%20C3%A0%20Direito%20GV%207C%2030.11.2015.pdf>. Acesso em 29 de setembro de 2021.

Código Civil<sup>33</sup> que o negócio se mantém, obrigando-se o agente do dolo apenas à satisfação de perdas e danos.

Percebe-se, pois, que a demonstração do dolo determinante “pode colocar o comprador em dificuldades, pois nem sempre lhe será fácil demonstrar que uma determinada declaração falsa constitui a própria causa de compra e venda de ações.”<sup>34</sup>

A título de amostragem, existem situações em que as partes têm como objetivo, por meio das Declarações e Garantias, a elucidação de fatores negociais indispensáveis para a constituição do contrato, de modo que, sem a definição desses fatores, a compra e venda da participação societária sequer seria concretizada<sup>35</sup>. Neste contexto, o descumprimento ou a falsidade das declarações e garantias importariam na anulação do contrato por vício de consentimento (erro substancial ou dolo).

#### 4. EFEITOS TRIBUTÁRIOS

Sabe-se que, não obstante a validade dos negócios jurídicos no âmbito do direito privado, estes não são oponíveis ao Fisco – “as normas do direito privado não visam efeitos tributários, eis que disciplinam tão-somente efeitos patrimoniais pessoais”<sup>36</sup>. Ainda que os princípios do direito privado sejam utilizados para “pesquisa da definição, do conteúdo e do alcance de seus institutos, conceitos e formas”<sup>37</sup>, não se

---

33 Código Civil. Art. 146. O dolo acidental só obriga à satisfação das perdas e danos, e é acidental quando, a seu despeito, o negócio seria realizado, embora por outro modo.

34 FILHO, Vicente de Paula Marques. Cláusulas de Representações e Garantias em Fusões e Aquisições. Disponível em: <https://www.marquesfilhoadvogados.com.br/clausula-de-representacoes-e-garantias-em-fusoes-e-aquisicoes/>. Acesso em 28 de setembro de 2021.

35 GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 308.

36 OLIVEIRA, Ricardo Mariz. O paradoxo de atos e negócios jurídicos válidos, mas inoponíveis ao fisco. Disponível em: <https://www.marizadvogados.com.br/wp-content/uploads/2021/04/Art.03-2021.pdf>. Acesso em 29 de setembro de 2021.

37 Código Tributário Nacional. Art. 109. Os princípios gerais de direito privado utilizam-se para pesquisa da definição, do conteúdo e do alcance de seus institutos, conceitos e formas, mas não para definição dos respectivos efeitos tributários.

aplicam para a definição dos respectivos efeitos tributários. Trata-se, pois, de direito indisponível, em que a supremacia da relação jurídica entre o Fisco e o contribuinte é estabelecida por lei.

Nesse contexto, as cláusulas de Declarações e Garantias não são oponíveis ao Fisco e, em caso de descumprimento ou falsidade das afirmações tributárias ali previstas, o comprador, adquirente da sociedade-alvo, responde pelas eventuais obrigações tributárias em razão da sucessão empresarial, nos termos dos artigos 132 e 133 do CTN<sup>38</sup>. A única hipótese de responsabilização do vendedor – e, ainda assim, sua responsabilidade é subsidiária – ocorre quando, no caso da operação de aquisição, o vendedor prossiga ou inicie, dentro de seis meses contados da data da alienação, nova atividade no mesmo ou em outro ramo.

Todavia, a boa redação da cláusula de Declarações e Garantias pode atribuir à negociação entre as partes uma relação estável, em que o vendedor declare pormenorizadamente quais são as obrigações fiscais da sociedade-alvo, de modo que o comprador terá pleno conhecimento da situação tributária da empresa.

Nesse sentido, faz-se necessário a previsão contratual de que, na eventualidade das afirmações contidas na cláusula forem descumpridas ou falsas, vindo o comprador a se surpreender com débitos tributários que não eram conhecidos – ainda que a ele recaia a responsabilidade tributária –, lhe é resguardado, na esfera do direito privado, o direito de ingressar com ação de regresso em face do vendedor, ou, então,

---

38 Código Tributário Nacional. Art. 132. A pessoa jurídica de direito privado que resultar de fusão, transformação ou incorporação de outra ou em outra é responsável pelos tributos devidos até à data do ato pelas pessoas jurídicas de direito privado fusionadas, transformadas ou incorporadas.

Art. 133. A pessoa natural ou jurídica de direito privado que adquirir de outra, por qualquer título, fundo de comércio ou estabelecimento comercial, industrial ou profissional, e continuar a respectiva exploração, sob a mesma ou outra razão social ou sob firma ou nome individual, responde pelos tributos, relativos ao fundo ou estabelecimento adquirido, devidos até à data do ato: I - integralmente, se o alienante cessar a exploração do comércio, indústria ou atividade;

II - subsidiariamente com o alienante, se este prosseguir na exploração ou iniciar dentro de seis meses a contar da data da alienação, nova atividade no mesmo ou em outro ramo de comércio, indústria ou profissão.

direito à indenização, em razão da violação às declarações e garantias inseridas no contrato.

## 5. CONSIDERAÇÃO FINAIS

Por todo exposto, evidencia-se que ao longo da década de 1990, a economia brasileira passou por um processo de internacionalização, de modo que, diante do novo contexto socioeconômico, desde então, as operações de fusões e aquisições passaram a incorporar o mercado brasileiro. Deste modo, ante as preocupações em relação aos riscos relacionados à sucessão empresarial, os contratos dessa natureza passaram a dispor de um instrumento contratual, qual seja, cláusulas de Declarações e Garantias, para mitigar os riscos identificados nessas operações.

Tais cláusulas são informações prestadas pelo vendedor, em que, na condição de declarante, faz afirmações – positivas ou negativas – a respeito da situação jurídica, econômica, contábil, financeira e fiscal da sociedade-alvo do negócio, sobre as quais há presunção de veracidade. De sorte que, em caso de descumprimento ou verificação de falsidade das declarações e garantias, o declarante responde pelos danos causados ao comprador.

Nesse raciocínio, a quebra da cláusula caracteriza a concretização do risco assumido, o que gera um direito de reparação. De modo que, no bojo do contrato, são estabelecidas as responsabilidades contratuais, bem como regras para indenização - admitindo-se, ainda, a limitação das possibilidades para ressarcimento do dano causado. Todavia, não obstante a liberdade das partes em determinar limitações ao dever de indenizar, conforme esposado acima, em certas situações, impera-se as regras dispostas no ordenamento jurídico pátrio.

Quanto a mais, diante da inexistência de normas positivadas na legislação brasileira a respeito da responsabilização pelo descumprimento ou verificação de falsidade das Declarações e Garantias, analisa-se a cláusula sob o prisma do princípio da boa-fé e dos pressupostos basilares da responsabilidade civil que configuram

o direito à indenização. Desse modo, verificada a violação da cláusula de Declarações e Garantias, tem-se como efeitos jurídicos-contratuais o direito da parte prejudicada à indenização prevista contratualmente, levando-se em conta as regras sobre a responsabilidade civil do Código Civil.

Tem-se ainda que, apesar do direito à indenização previsto contratualmente, em caso de descumprimento ou falsidade as Declarações e Garantias, que gere uma contingência futura, o comprador pode valer-se de dois remédios jurídicos, quais sejam, o vício redibitório – pelo qual poderá ter o abatimento do preço pelo defeito da coisa (ações) -, e os vícios de consentimento, em que, identificado que o negócio jurídico foi celebrado mediante a indução do comprador a erro substancial ou dolo, admite-se a anulação do contrato.

Ademais, verificou-se no presente artigo que, não obstante as diversas possibilidades dos efeitos contratuais em caso de descumprimento ou verificação de falsidade das Declarações e Garantias – do ponto de vista tributário, a cláusula não é oponível ao Fisco, respondendo o comprador por eventuais débitos tributários que não fora discriminado nas declarações e garantias prestadas pelo vendedor, em razão da sucessão empresarial. Todavia, como proteção ao comprador, é possível prever no contrato que eventual violação as afirmações previstas na cláusula – levando ao posterior conhecimento do comprador da existência de obrigação tributária que não havia sido anteriormente revelada -, ensejam ao comprador direito à indenização, estabelecida contratualmente, ou de propor ação de regresso em face do vendedor, em razão da violação às declarações e garantias inseridas no contrato.

## REFERÊNCIAS

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. A boa fé na formação dos contratos. In: NERY JUNIOR, Nelson e NERY, Rosa Maria de Andrade. Responsabilidade civil: direito de obrigações e direito negocial. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

BRASIL, Código Civil Brasileiro, Lei nº 10.406, promulgada em 10 de janeiro de 2002.

BRASIL, Código Tributário Nacional, Lei nº 5.172, promulgada em 25 de outubro de 1966.

CAPURUÇO, Guilherme. Cláusulas de declarações e garantias em operações de M&A: o que são e para que servem. Disponível em [https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/clausulas-de-declaracoes-e-garantias-em-operacoes-de-ma-o-que-sao-e-para-que-servem/#\\_ftn1](https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/clausulas-de-declaracoes-e-garantias-em-operacoes-de-ma-o-que-sao-e-para-que-servem/#_ftn1). Acesso em 28 de setembro de 2021.

CARVALHO, Veridiana Ramos da Silva, e LIMA, Gilberto Tadeu. Estrutura produtiva, restrição externa e crescimento econômico: a experiência brasileira. Economia e Sociedade, Campinas, v. 18, n. 1. Disponível em <https://www.econbiz.de/Record/estrutura-produtiva-restri%C3%A7%C3%A3o-externa-e-crescimento-econ%C3%B4mico-a-experi%C3%Aancia-brasileira-lima-gilberto-tadeu/10004965223>. Acesso em 18 de setembro de 2021.

CITOLINO, Carolina Bosso. Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil. 2013, Disponível em: [http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1277/Carolina%20Bosso%20Citolino\\_Trabalho.pdf?sequence=1](http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1277/Carolina%20Bosso%20Citolino_Trabalho.pdf?sequence=1). Acesso em 27 de setembro de 2021.

Disponível em <https://home.kpmg/br/pt/home/insights/2021/05/fusoes-e-aquisicoes-brasil-2020.html>. Acesso em 27 de setembro de 2021.

FILHO, Vicente de Paula Marques. Cláusulas de Representações e Garantias em Fusões e Aquisições. Disponível em: <https://www.marquesfilhoadvogados.com.br/clusula-de-representacoes-e-garantias-em-fusoes-e-aquisicoes/>. Acesso em 28 de setembro de 2021.

FUKUHARA, Douglas Vicensoto. Vícios Redibitórios na Alienação de Participação Societária: análise específica das cláusulas de declarações e garantias. 2020. Disponível em: [https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/375.\\_15.10.2020.\\_douglas\\_vicensoto\\_fukuhara.pdf](https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/375._15.10.2020._douglas_vicensoto_fukuhara.pdf). Acesso em 27 de setembro de 2021

GIAMBIAGI, Fabio. Economia brasileira contemporânea. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 188. E Conforme: KPMG. Fusões & Aquisições no Brasil – Análise dos anos 90. Disponível em: [https://www.kpmg.com.br/publicacoes/corporate\\_finance/structuredfinance/fa\\_90s.pdf](https://www.kpmg.com.br/publicacoes/corporate_finance/structuredfinance/fa_90s.pdf). Acesso em 27 de setembro de 2021.

GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

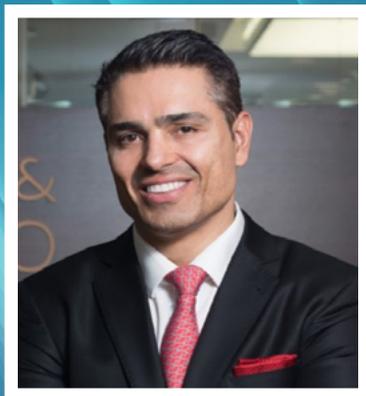
LACERDA, Guilherme Alexandre França. CLÁUSULA DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS: Definidor contratual dos riscos das operações de fusões e aquisições no Brasil. 2020. Disponível em: [https://bdm.unb.br/bitstream/10483/26875/1/2020\\_GuilhermeAlexandreFrancaDeLacerda\\_tcc.pdf](https://bdm.unb.br/bitstream/10483/26875/1/2020_GuilhermeAlexandreFrancaDeLacerda_tcc.pdf). Acesso em 27 de setembro de 2021.

OLIVEIRA, Ricardo Mariz. O paradoxo de atos e negócios jurídicos válidos, mas inoponíveis ao fisco. Disponível em: <https://>

[www.marizadvogados.com.br/wp-content/uploads/2021/04/Art.03-2021.pdf](http://www.marizadvogados.com.br/wp-content/uploads/2021/04/Art.03-2021.pdf). Acesso em 29 de setembro de 2021

ROSSETTI, José Paschoal. Fusões e Aquisições no Brasil: as razões e os impactos. In: BARROS, Betania Tanure de. Fusões, Aquisições & Parcerias. São Paulo: Atlas, 2001.

SABADIN, Mariana Guerra. Autonomia privada e licença para mentir – uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual e da responsabilidade por dolo. 2015, Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/14296/Vers%C3%A3o%20Final%20Apresentada%20%C3%A0%20Direito%20GV%20%7C%2030.11.2015.pdf>. Acesso em 29 de setembro de 2021.



Leonardo Guimarães

**ASPECTOS CONTROVERTIDOS  
NO AUMENTO DO CAPITAL  
SOCIAL DAS COMPANHIAS,  
MEDIANTE SUBSCRIÇÃO DE  
AÇÕES**



Luiza Camilo de Souza

# **ASPECTOS CONTROVERTIDOS NO AUMENTO DO CAPITAL SOCIAL DAS COMPANHIAS, MEDIANTE SUBSCRIÇÃO DE AÇÕES**

*Leonardo Guimarães<sup>1</sup>*  
*Luiza Camilo de Souza<sup>2</sup>*

## **RESUMO**

O presente Artigo tem por escopo, em apertada síntese, analisar 3 (três), dos inúmeros aspectos controvertidos inerentes ao procedimento de aumento do capital social das Companhias, mediante subscrição de ações (o “Aumento do Capital”), Instituto previsto, mormente, na Lei 6.404/76 (a “LSA”). A análise proposta cotejará a Legislação Vigente – máxime a citada LSA – com a melhor interpretação doutrinária e jurisprudencial acerca de cada um destes Temas, resultando em conclusões próprias e indicativas dos procedimentos mais adequados aos estudiosos e operadores do Direito Societário.

Palavras-chave: companhias; aumento do capital social; aspectos controvertidos.

## **INTRODUÇÃO**

Na esmagadora maioria das vezes, é absolutamente necessária a disposição de capital para a consecução da atividade econômica da Companhia. Como já previsto no “caput” do art. 966 do nosso Código Civil, o exercício de uma atividade empresarial exige uma organização, ou seja, uma aplicação em meios de fabricação - que varia de atividade

---

1 Vice-Presidente da Comissão de Direito Societário da OAB de Minas Gerais. Sócio fundador do Escritório GVM | Guimarães & Vieira de Mello Advogados, no qual é head das áreas de Direito Societário, M&A (Mergers & Acquisitions) e Mercado de Capitais. Coordenador do Curso de Pós-Graduação em Direito Empresarial do CEDIN (Centro de Estudos em Direito e Negócios).

2 Graduanda em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais. Monitora pelo Departamento de Direito Civil e Comercial da Universidade Federal de Minas Gerais de Direito Empresarial II. Atuante nas áreas de Direito Empresarial, Direito Societário, M&A (Mergers & Acquisitions) e Mercado de Capitais.

para atividade - “para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”, ante almejo de lucro.

Nesse sentido é fundamental o chamado “investimento”. Não à toa que o arranjo das Sociedades Anônimas têm como peça central o capital social, que determina, de um lado, a “titularidades das ações nas quais se divide, [e] o conjunto daqueles que podem participar, primariamente, do patrimônio social e do empreendimento social”<sup>3</sup> e, de outro lado, delimita “a medida mínima de garantia que a sociedade oferece aos seus credores”<sup>4</sup>. Daí a relevância dada ao aumento de capital de uma Companhia e suas respectivas variações, haja vista ser o capital social a base da estrutura jurídica da Sociedade por Ações<sup>5</sup>.

Dentre as modalidades de aumento do capital social das Companhias, a “subscrição de ações” possibilita a aquisição de novas ações emitidas pela empresa. Assim, pode esse tipo de aumento de capital significar, dentre outros efeitos, (i) a entrada de novos sócios, (ii) a redução/aumento de participações societárias, (iii) a troca de controle e, conseqüentemente, (iv) alterações na distribuição de dividendos.

Entretanto, não obstante sua importância e disciplina própria dada pela Lei 6.404/76 no art. 170, o aumento de capital, mediante subscrição de ações, está envolto em aspectos controvertidos decorrentes não apenas da redação legal em referência, mas, outrossim, de interpretações e posicionamentos divergentes da doutrina e da jurisprudência.

---

3 COMPARATO, Fábio Konder. A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima. In: BULGARELLI, Waldírio (Coordenador). Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, 1991, p. 80.

4 COMPARATO, Fábio Konder. A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima. In: BULGARELLI, Waldírio (Coordenador). Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, 1991, p. 80.

5 CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Luiz Fernando Martins. Sociedades anônimas (Coleção tratado de direito empresarial, vol. 3). São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 283.

Com efeito, dentre as inúmeras controvérsias existentes, o presente Trabalho debruçar-se-á sobre as seguintes:

- i. É necessário justificar a chamada de aumento do capital social em si?
- ii. O que se pode entender de “justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos” que determinam a escolha do critério para fixação do preço de emissão das ações, exigida no art. 170, §7º da Lei 6.404/76? Qual seu conteúdo e forma?
- iii. Existe um critério “mais recomendável” que os outros a ser adotado na fixação do preço de emissão das ações, ante um aumento de capital mediante subscrição de ações (art. 170, §1º da Lei 6.404/76)?

## **2. PRIMEIRA CONTROVÉRSIA: É NECESSÁRIO JUSTIFICAR A CHAMADA DE AUMENTO DO CAPITAL SOCIAL EM SI?**

Conforme asseverado alhures, o art. 170, e respectivos parágrafos, da LSA disciplinam a temática do aumento de capital social, mediante subscrição de ações. Assim, tal norma dispõe que, no que toca às novas ações a serem emitidas:

(...) § 1º O preço de emissão deverá ser fixado, **sem diluição injustificada** da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

(...) § 7º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º deste artigo, **justificando pormenorizadamente**

**os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.** (destacamos)

Percebe-se que o art. 170 da Lei 6.404/76 somente dispõe expressamente acerca da (i) vedação à diluição injustificada e da (ii) necessidade de justificar a escolha do critério para precificar as ações, não versando diretamente sobre a necessidade de justificação, em si, da chamada de aumento do capital social. Nesse sentido, a primeira controvérsia que aqui será abordada gira em torno do questionamento se é obrigatório, recomendável ou desnecessário esclarecer aos acionistas por que o aumento do Capital Social está sendo colocado em pauta.

À vista disso, Luiz Alberto Roman sustenta que:

A subscrição de novas ações aumenta o estoque de recursos próprios da sociedade, mas daí **não se infira que todo aumento de capital social é, por definição, do interesse da companhia**, pois o fim da sociedade comercial não é acumular recursos próprios, mas auferir lucro em benefício dos acionistas; a realização desse fim é medida pela quantidade de lucro por unidade de patrimônio líquido, e o excesso desse recurso (em relação às necessidades da empresa) **não é neutro do ponto de vista do interesse social**, pois reduz a taxa de rentabilidade do patrimônio líquido da sociedade e, conseqüentemente, do investimento dos acionistas.<sup>6</sup> (destacamos)

---

<sup>6</sup> ROSMAN, Luiz Alberto. Aprovação das demonstrações financeiras, tomada de conta dos administradores e seus efeitos. Necessidade de prévia anulação da deliberação que aprovou as contas dos administradores para a propositura de ação de responsabilidade. 1383-1384. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & ARAGÃO, Leandro Santos (Coordenadores). Sociedade anônima. 30 anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin do Brasil.

Nesse sentido, em consonância com Roman, a posição majoritária dos Doutrinadores Pátrios defende que o aumento de capital deve ser realizado em harmonia com o interesse social e, portanto, deve ser justificado. Aqui dá-se destaque ao pensamento de Mauro Rodrigues Penteado que defende que “longe da alegada neutralidade, o aumento de capital mediante subscrição de ações deve corresponder, objetivamente, ao interesse social e, conforme o caso, aos interesses comunitários e nacionais; daí por que a lei acionária impõe a justificação da operação”<sup>7</sup>.

Em sentido conexo, os Professores Modesto Carvalhosa e Luiz Fernando Martin Kuyven advogam que “a iniciativa da proposta de aumento do capital, em regra, é da administração. Em se tratando de subscrição, deve ela ser justificada”<sup>8</sup>.

Ademais, em igual sentido tem-se verificado a posição dos Sodalícios nacionais acerca do tema, no sentido de que a modificação do capital social de sociedades só pode ocorrer “desde que haja fundada justificativa para tal medida”, considerando, destarte, eivado de vício propostas que “não expuseram concretamente os eventuais motivos capazes de justificar novo aumento social”<sup>9</sup>. Conclui-se, pois, como “imprescindível a exibição de documentos comprobatórios da necessidade de aumento do capital social”<sup>10</sup>.

Desse modo, destaca-se o aspecto econômico intrinsecamente ligado aos aumentos de capital. Para se analisar o sentido e razoabilidade de uma operação de aumento de capital faz-se necessário verificar o escopo e fundamento do mesmo ante suas bases econômicas.

---

7 PENTEADO, Mauro Rodrigues. Aumento de capital nas sociedades anônimas. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 365.

8 CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Luiz Fernando Martins. Sociedades anônimas (Coleção tratado de direito empresarial, vol. 3). São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 287.

9 RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul (Quinta Câmara Cível). Agravo de Instrumento nº 70079334348. Relator: Jorge André Pereira Gailhard. Julgado em: 27 de março de 2019.

10 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo (Segunda Câmara Reservada de Direito Empresarial). Apelação Cível nº 0073217-56.2012.8.26.0002. Relator: Ricardo Negão. Julgado em: 14 de Dezembro de 2016.

Ora, uma operação de aumento do capital social sob tal égide não se trata de mera execução de prática societária “fria” prevista na LSA; trata-se, isto sim, de uma operação verdadeiramente “orgânica”, que tem por base a “vida social” da Companhia e sua necessidade de aporte para um fim específico, ou mesmo sem um fim específico, mas que, em todo caso, deve ser detalhadamente esclarecido pela Administração.

Portanto, é de suma importância que os documentos que suportam a chamada de aumento de capital proposto contemplem, minuciosa e principalmente (no mínimo), as justificativas técnicas, econômicas e financeiras<sup>11</sup> – além, dependendo da complexidade da Companhia, aqueles chamados Princípios ESG<sup>12</sup> - da operação, para que os titulares de direitos perante a Sociedade (máxime seus Acionistas, mas, sem exclusão de Debenturistas e outros) possam verificar se a proposta de fato faz sentido do ponto de vista econômico ou se há outra alternativa menos impactante aos acionistas – como, por mero exemplo, financiamentos bancários ou o acesso ao mercado de capitais.

O aumento de capital é, em conclusão, medida excepcional, devendo ser levado a efeito de forma amplamente justificada, em consonância com o interesse de todos os stakeholders, diretos e indiretos, da Sociedade.

### **3. SEGUNDA CONTROVÉRSIA: O QUE SE PODE ENTENDER POR “JUSTIFICATIVA PORMENORIZADA DOS ASPECTOS ECONÔMICOS” NO ART. 170, §7º DA LEI 6.404/76?**

A Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) estabelece em seu artigo 170, §1º, critérios a serem considerados, alternativa ou

---

11 Destaque-se a diferenciação entre as justificativas econômica e financeira, pois, em apertada síntese, a primeira diz respeito aos aspectos “macro” que envolvem a emissão de novos papéis da Companhia, enquanto a segunda tangencia as questões interna corporis da Sociedade e o porquê da necessidade de aporte de novos recurso.

12 Por Princípios ESG, entendem-se aqueles Princípios de Environment, Social and Governance.

conjuntamente, para a fixação do preço de emissão das novas ações no aumento de capital das Companhias, quais sejam: (i) a perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; e (iii) a cotação das ações em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado. Ademais, dispõe a Lei das Sociedades Anônimas no art. 170, §7º, que “a proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º deste artigo, **justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha**”.

Acerca do art. 170, §7º, da Lei 6.404/76, ensina o Professor Modesto Carvalhosa que ele explicita “formal e cabalmente, [que] deverá a administração **demonstrar as vantagens, para a companhia e para seus acionistas atuais, da adoção de determinado critério**, com o objetivo de evidenciar a **inexistência de diluição injustificada** da participação dos atuais acionista”<sup>13</sup> (destacou-se por relevante). Assim, o dispositivo determina que se demonstre a vantagem na adoção de algum, ou alguns, dos critérios presentes no art. 170, §1º - a perspectiva de rentabilidade da companhia, o valor do patrimônio líquido da ação, ou a cotação das ações em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado - para precificação das novas ações emitidas no aumento de capital, com vistas a não caracterizar-se a aludida “diluição injustificada”.

Neste ponto, resta imperioso empregar esforços para a caracterização do que seria a “diluição injustificada”. Os mestres Lamy Filho e Bulhões Pedreira<sup>14</sup> explicam que “a emissão de novas ações causa certa diluição do valor econômico das ações antigas (ao menos do valor determinado segundo um ou dois dos três critérios mencionados na lei). A lei não proíbe essa diluição normal. O que ela veda é a diluição injustificada das ações antigas”. Assim, em alinhamento com a doutrina de Lamy Filho e Bulhões Pedreira, a “diluição injustificada”

---

13 CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei das sociedades anônimas. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 3, p. 495.

14 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Abuso do poder de controle em aumento do capital social de banco comercial. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A lei das S/A. 3 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, v. 2, p. 503.

seria justamente aquela que enseja um “desarranjo” da sociedade e abusos contra aqueles que não acompanham o aumento de capital proposto.

Nesse sentido, ensina Fábio Konder Comparato que:

De um lado, pode haver abuso de controle pela fixação de um preço de emissão muito baixo, de forma a diluir a participação dos minoritários no patrimônio líquido, como reconhece a exposição de ministerial. Mas, de outro lado, há também abuso de poder numa situação inversa, não cogitada pelos autores do projeto governamental, a saber, quando os controladores, no intuito de marginalizar os minoritários, fixam o preço de emissão das ações de aumento de capital em níveis excessivamente elevados, sem correspondência alguma com os parâmetros legal.<sup>15</sup>

Portanto, a justificação pormenorizada dos aspectos econômicos da escolha do critério de precificação das novas ações trata-se da justificativa que as ações foram emitidas por um preço condizente, e que não levam a diluição injustificada de quem não aporta o capital.

Desta maneira, vem se consolidando a jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que entende que o art. 170, §7º, assegura “que os administradores expusessem (sic) ao órgão societário encarregado da deliberação sobre o aumento de capital os detalhes relativos à fixação do preço de emissão, tendo em vista o potencial danoso, para os antigos acionistas, da errônea fixação do preço”<sup>16</sup>, ou seja, da fixação de um preço muito alto ou muito baixo.

---

15 COMPARATO, Fábio Konder. A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima. In: BULGARELLI, Waldírio (Coordenador). Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, 1991, p. 80.

16 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2005/5132. Relator: Pedro Oliva Marcílio de Souza. Voto do então Presidente Marcelo Trindade. Julgado em: 22 de agosto de 2006.

Assim, entende a CVM que “a lei exige que a proposta de aumento de capital venha acompanhada dos necessários esclarecimentos (...), de uma maneira muito detalhada, que permita à administração ou aos acionistas (...) atestar a legitimação econômica do preço de emissão das ações.”<sup>17</sup>

Para além, decisões de nossos tribunais têm apontado a necessidade de que a justificativa pormenorizada venha acompanhada de laudos de avaliação do patrimônio da sociedade, documentos que comprovam a necessidade de caixa e estudos pormenorizados da situação contábil da empresa:

SOCIEDADE ANÔNIMA – Aumento de capital  
– Hipótese em que sociedade está inativa, inviabilizando fixação de preço pela perspectiva de rentabilidade – Afirmação, ainda, de que ações não estão na Bolsa de Valores ou no mercado de balcão  
– Preço de emissão fixado pelo Conselho Fiscal supostamente com base no “valor do patrimônio líquido das ações” – **Imprescindibilidade de prévio laudo de avaliação do patrimônio da sociedade**, consistente em um único imóvel – Ausência – Não disponibilização, ademais, dos **documentos comprobatórios da necessidade de aumento do capital social aos acionistas** – Inobservância aos arts. 135, § 3º e ao art. 170, ambos da LSA – AGE anulada – Anulatória procedente – Apelação provida Dispositivo: dão provimento<sup>18</sup>. (destacamos)

AÇÃO DECLARATÓRIA DE NULIDADE - Sociedade por Ações - Ata de Reunião de Diretoria - Editais de Convocação para Assembléia Geral - Decisão do Conselho Fiscal - Litispendência - Não ocorrência

---

17 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2004/5476. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em: 01 de março de 2005.

18 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo (Segunda Câmara Reservada de Direito Empresarial). Apelação Cível nº 0073217-56.2012.8.26.0002. Relator: Ricardo Negão. Julgado em: 16 de Dezembro de 2016.

- Falta de interesse de agir no tocante aos Editais de Convocação para Assembléias que já foram obstadas em medidas cautelares anteriores - Art. 170, §§ 1º e 7ª, da Lei das SAs - Requisitos legais para o aumento de capital das sociedades anônimas **Documentos apresentados pelo réu não satisfazem as exigências da Lei - Necessidade de apresentar estudo pormenorizado com os critérios e justificativas econômicas para o aumento do capital da sociedade com a diluição da participação dos minoritários** - Sentença parcialmente procedente - Recurso dos autores provido Recurso Adesivo do réu improvido<sup>19</sup>. (destacamos)

Diante do exposto, a fixação dos valores das novas ações emitidas está intimamente calcada em bases econômicas que permitam a análise da razoabilidade do critério escolhido para a precificação, sem levar à diluição injustificada dos acionistas que não acompanham o aumento de capital. Não pode a decisão pelo critério adotado ser arbitrária, devendo ser respeitado, pelo órgão responsável por deliberar o aumento de capital, o interesse da Companhia e, outrossim, de seus acionistas, sendo, nesta senda, de suma importância a justificativa pormenorizada - econômica - dos aspectos que determinaram sua escolha.

#### **4. TERCEIRA CONTROVÉRSIA: EXISTE UM “PADRÃO USUALMENTE RECOMENDÁVEL” PARA FIXAR-SE O PREÇO DE EMISSÃO DAS AÇÕES?**

Cumpramos novamente destacar que a Lei das Sociedades Anônimas estabelece em seu artigo 170, §1º critérios a serem considerados,

---

<sup>19</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo (Quarta Câmara de Direito Privado). Apelação nº 9187665-36.2005.8.26.0000. Relator: Francisco Loureiro. Julgado em: 18 de junho de 2009.

alternativa ou conjuntamente, para a fixação do preço de emissão: (i) a perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; e (iii) a cotação das ações em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado. Sobre tal dispositivo, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões destacam que seu objeto se encontra na proteção dos acionistas minoritários, ante a necessidades de que “as novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação (de troca, de patrimônio líquido, ou de rentabilidade)”<sup>20</sup> por se tratar da “solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscrevem o aumento”<sup>21</sup>.

O mesmo teor da lição preconizada pelos professores Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões é encontrado na Exposição de Motivos da Lei das Sociedades Anônimas<sup>22</sup>. Ora, tal proteção se dá pois evita a diluição injustificada tratada no ponto anterior, levando a um cenário que a ação é emitida pelo seu real econômico - nem mais alto e nem mais baixo, que levaria a um desarranjo societário.

Como ensina Fábio Konder Comparato<sup>23</sup>, no caso de fixação do preço de emissão de ações de uma Companhia, haja vista que as

---

20 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação). Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 245.

21 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação). Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 245.

22 Exposição de Motivos da Lei das Sociedades Anônimas: (...) para proteção dos acionistas minoritários, o § 1º estabelece que as novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação (de troca, de patrimônio líquido, ou de rentabilidade), e não pelo valor nominal. A emissão de ações pelo valor nominal, quando a companhia pode colocá-las por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada dos acionistas que não têm condições de acompanhar o aumento, ou simplesmente desatentos à publicação de atos societários. A existência do direito de preferência nem sempre oferece proteção adequada a todos os acionistas. A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscrevem o aumento, e por isso deve ser adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital. Ver: BRASIL. Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 29 de julho de 2021.

23 COMPARATO, Fábio Konder. A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima. In: BULGARELLI, Waldírio (Coordenador). Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, 1991, p. 80.

novas ações alteram capital social que é a métrica para determinar a participação acionária nos dividendos da sociedade e na representação da mesma, seus efeitos não tocam somente uma pessoa, ou um interessado, mas vários - e principalmente, os acionistas da empresa. Assim, a emissão por um preço errôneo significa um abuso de poder com aquele que não acompanha o aumento de capital; seja quando está abaixo, o que leva a diluição de participação no patrimônio líquido, seja quando está alto, que não permite o efetivo acompanhamento do aumento.

Logo, pode-se entender que a Lei das Sociedades Anônimas determina que, na hipótese de aumento do capital social, o preço de emissão das novas ações deve ser fixado segundo a metodologia que melhor reflita o valor econômico da sociedade, para evitar a diluição desproporcional dos acionistas que não subscreverem ao aumento. É o valor econômico, nesses termos, o padrão de correção do critério escolhido para precificar as ações.

Nesse sentido, cita-se julgado:

DIREITO SOCIETÁRIO. SOCIEDADE ANÔNIMA FECHADA. AUMENTO DE CAPITAL. DIREITO DE VOTO. PROTEÇÃO AO DIREITO DA MINORIA. ART. 170, § 1º DA LEI Nº. 6404. NORMA DE ORDEM COGENTE. 1. REJEITA-SE a preliminar porque, com efeito, parte legítima passiva é a própria sociedade e não os acionistas majoritários, eis que se pretende anular deliberação tomada em assembléia e, desta forma, a pessoa jurídica é sempre o sujeito passivo da ação. Não se trata na espécie, particularmente, do uso abusivo do direito de voto, quando caberia a ação contra o acionista controlador. 2. Ação que visa anular deliberação tomada em assembléia que aumentou o capital social, por emissão de novas ações **com valor ao par, ao invés de valor econômico**. As normas do § 1º do art. 170, da Lei das SIA, que são de ordem pública, se aplicam indiscriminadamente às sociedades anônimas

fechadas ou abertas. Se o aumento foi deliberado com ofensa aos critérios traçados na norma legal, anula-se a decisão da assembléia. 3. Os estudiosos no assunto destacam que o aumento de capital social é uma das formas pelas quais a maioria sempre pretendo diluir a participação societária da minoria, por ser um meio aparentemente legal, estando “aberto o caminho da fraude, da tirania da maioria, do abuso de direito, da prevalência de interesses conflitantes com os da sociedade, o que, convalidado, poria em risco a própria viabilidade das sociedades anônimas” (trecho do Professor Alfredo Lamy Filho e do Dr. José Luiz Bulhões Pedreira, citado pela autora às fls. 05). 4. Apelo rejeitado para se manter a decisão que decretou a anulação da deliberação.<sup>24</sup>

Portanto, a discricionariedade na fixação do preço de emissão, ou seja, na escolha do critério, deve ter por baliza a moldura aplicável – a proibição à diluição injustificada, de caráter cogente. Para tanto, as novas ações devem ser emitidas por preço compatível ao valor econômico da ação.

## 5. CONCLUSÕES

Realizou-se, neste Trabalho, uma análise de alguns, dos inúmeros aspectos controvertidos verificados no aumento do capital social das companhias, mediante subscrição de ações.

Quanto à primeira controvérsia - se é necessário justificar a iniciativa da proposta de aumento de capital - em consonância com posição doutrinária majoritária e tendências jurisprudências, há (r) essaltar-se que a atividade empresarial, e interesses dos acionistas, estão calcados em bases econômicas, na busca de lucro, e, assim, não

---

24 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (Terceira Câmara Cível). Apelação 0006542-40.1997.8.19.0000. Relator: Gustavo Adolpho Kuhl Leite. Julgado em: 01 de Dezembro de 1997.

pode o aumento do capital se distanciar de tal interesse. Nesse sentido, a iniciativa de proposta de aumento de capital deve contemplar, detalhadamente, a justificativa ampla para a operação, a fim de que seja possível verificar se a proposta de fato faz sentido ou se há outra alternativa, melhor, para os acionistas e a própria Companhia.

Quanto à segunda controvérsia - o que se pode entender por “justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos” do art. 170, §7º da Lei 6.404/76 - a partir da própria exposição de motivos da Lei das Sociedades Anônimas e lições dos ilustres professores Lamy Filho e Bulhões Pedreira, percebe-se que a necessidade de justificativa dos critérios utilizados para precificação das novas ações ante o aumento de capital pretendido é justamente para proteção de todos os acionistas, evitando uma diluição injustificada. Esta justificativa deve ser, pois, detalhada e minuciosa, demonstrando, à sociedade, ser este o melhor critério para servir de pilar àquela aludida operação.

Finalmente, sobre a terceira controvérsia - se existe um “padrão usualmente recomendável” para fixar-se o preço de emissão das ações - é preciso ter-se em mente que um aumento de capital afeta várias posições jurídicas relacionadas a uma determinada Companhia. Daí a proibição à diluição injustificada e necessidade de que o preço de emissão das novas ações seja fixado segundo a metodologia que melhor reflita o valor (econômico) da sociedade.

## REFERÊNCIAS

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador nº RJ2004/5476*. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em: 01 de março de 2005.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador nº RJ2005/5132*. Relator: Pedro Oliva Marcílio de Souza. Julgado em: 22 de agosto de 2006.

BRASIL. *Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda*. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 29 de julho de 2021.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 3, p. 287 e 495.

COMPARATO, Fábio Konder. A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Editora Revista dos Tribunais, 1991. p. 83-84.

EIZIRIK, Nelson Laks. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 99-100.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 245.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumento de capital nas sociedades anônimas*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 365.

RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (Terceira Câmara Cível). *Apelação 0006542-40.1997.8.19.0000*. Relator: Gustavo Adolpho Kuhl Leite. Julgado em: 01 de Dezembro de 1997.

RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul (Quinta Câmara Cível). *Agravo de Instrumento nº 70079334348*. Relator: Jorge André Pereira Gailhard. Julgado em: 27 de março de 2019.

ROSMAN, Luiz Alberto. Aprovação das demonstrações financeiras, tomada de conta dos administradores e seus efeitos. Necessidade de prévia anulação da deliberação que aprovou as contas dos administradores para a propositura de ação de responsabilidade. 1383-1384. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & ARAGÃO, Leandro Santos (Coordenadores). *Sociedade anônima. 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo (Quarta Câmara de Direito Privado). *Apelação nº 9187665-36.2005.8.26.0000*. Relator: Francisco Loureiro. Julgado em: 18 de junho de 2009.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo (Segunda Câmara Reservada de Direito Empresarial). *Apelação Cível nº 0073217-56.2012.8.26.0002*. Relator: Ricardo Negão. Julgado em: 14 de Dezembro de 2016.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo (Segunda Câmara Reservada de Direito Empresarial). *Apelação Cível nº 0073217-56.2012.8.26.0002*. Relator: Ricardo Negão. Julgado em: 16 de Dezembro de 2016.



Luis Felipe S. Freire

# **Inovações Societárias do Marco Legal das Startups na Lei das Sociedades Anônimas**

## **1. INTRODUÇÃO**

Temos hoje no país um universo de 13.673 startups, de acordo com a Associação Brasileira de Startups – Abstartups<sup>2</sup>.

Esse importante mercado é essencial para o desenvolvimento do país, fortalecendo a economia e criando um ambiente de inovação, formando um ciclo sustentável de fomento e crescimento.

E foi justamente isso que deu origem ao Marco Legal das Startups, instituído pela Lei Complementar – LC, n° 182 de 1° de junho de 2021.

Toda essa importância pode ser traduzida nos princípios e diretrizes da lei (art. 3°), que podem ser resumidos nos seguintes pontos:

- Reconhecimento de que o empreendedorismo inovador é um vetor de desenvolvimento econômico, social e ambiental;
- Incentivar a criação de ambientes favoráveis ao empreendedorismo e à inovação, valorizando a segurança jurídica e liberdade contratual como forma de propiciar o investimento e crescimento da oferta de capital direcionado a iniciativas inovadoras;
- Valorização das empresas e do livre mercado, como agentes de transformação;
- Modernização do ambiente de negócios;
- Incentivo ao empreendedorismo inovador como forma de criar produtividade e competitividade, com a geração de empregos;

---

1 Sócio da Silva Freire Advogados, cofundador do Instituto de Formação de Líderes do Brasil – IFL, membro da Comissão de Direito Societário da OAB/MG, membro do IBGC, membro do IAMG.

2 Estatísticas em tempo real. Disponível em <[startupbase.com.br/home/stats](http://startupbase.com.br/home/stats)>. Acesso em 14/09/21.

- Aperfeiçoar as políticas públicas para favorecer o empreendedorismo inovador;
- Fomentar a interação entre os setores público e privado;
- Incentivo ao Poder Público para contratar soluções inovadoras elaboradas ou desenvolvidas por startups; e
- Promover a competitividade nacional e internacional das empresas brasileiras e atrair investimentos estrangeiros.

Assim, o objetivo do presente trabalho é analisar e comentar as inovadoras mudanças introduzidas na Lei das Sociedades Anônimas – LSA, pelo Marco Legal das Startups.

## **2. A QUEM SE APLICA A LEI. CONCEITO DE STARTUP.**

E quais são as empresas que serão protegidas e incentivadas por meio dessa lei? À exceção da alteração introduzida pelo art. 143<sup>3</sup> (que passa a valer para todas as companhias), a resposta está em seu art. 4<sup>o</sup>:

São enquadradas como startups as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados.

(Lei Complementar – LC, nº 182 de 1<sup>o</sup> de junho de 2021<sup>4</sup>)

Percebe-se, então, que a inovação está diretamente ligada ao conceito. Essa inovação pode ser dividida pela doutrina nos seguintes tipos (NYBO et al., 2016, p. 30):

---

3 Art. 143 da LSA: A Diretoria será composta por 1 (um) ou mais membros eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração ou, se inexistente, pela assembleia geral, e o estatuto estabelecerá:

4 Disponível em < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/Lcp182.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm)>. Acesso em 14/09/21.

a)Incremental: aperfeiçoa um produto, processo de produção ou serviço (O´SULLIVAN e DOOLEY, 2009, p. 23). Este tipo de inovação visa aumentar a competitividade de um produto ou serviço que já está à disposição no mercado;

b)Radical: efetua transformações expressivas em algo já estabelecido (O´SULLIVAN e DOOLEY, 2009, p. 23), resultando em eficiência muito maior do que a anterior ou alto impacto nas receitas de uma empresa.

c)Disruptiva: a inovação disruptiva está dentro do gênero “radical”. Trata-se comumente de inovações que alteram radicalmente as práticas de negócio ou a integralidade de um setor industrial. Este tipo de inovação está, geralmente, associado à criação de novas tecnologias (O´SULLIVAN e DOOLEY, 2009, p. 25).

A lei também cria algumas condicionantes para o enquadramento como startup, que podem ser assim sintetizados:

Receita Bruta de até R\$16 milhões;

Máximo de 10 (dez) anos de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica da Receita Federal;

Atender, no mínimo, a um dos seguintes requisitos:a) Declaração e utilização de modelos de negócios inovadores; ou

b) Enquadramento no regime especial Inova Simples

### **3. INOVAÇÕES SOCIETÁRIAS DO MARCO LEGAL DAS STARTUPS**

#### **3.1. PROTEÇÃO AOS INSTRUMENTOS JURÍDICOS DE INVESTIMENTO**

O capítulo III da LC vem proteger os instrumentos jurídicos utilizados para formalizar o investimento em inovação.

Como já mencionado, uma das intenções do legislador é de criar um ambiente com segurança jurídica, que fomente investimentos.

Para tanto, foi feliz o legislador em esclarecer que o investidor não será considerado como integrante do capital social da empresa, quando este for realizado pelos seguintes instrumentos (§1º do art. 5º da LC):

- i. contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e a empresa;
- ii. contrato de opção de compra de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e os acionistas ou sócios da empresa;
- iii. debênture conversível emitida pela empresa nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976;
- iv. contrato de mútuo conversível em participação societária celebrado entre o investidor e a empresa;
- v. estruturação de sociedade em conta de participação celebrada entre o investidor e a empresa;
- vi. contrato de investimento-anjo na forma da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro 2006;
- vii. outros instrumentos de aporte de capital em que o investidor, pessoa física ou jurídica, não integre formalmente o quadro de sócios da startup e/ou não tenha subscrito qualquer participação representativa do capital social da empresa.

O investimento em empresas por meio dos instrumentos acima não é novo e o entendimento dos tribunais também é no sentido de, nestes casos, o investidor não ser considerado como integrante do capital da empresa.

Porém, visando dar segurança jurídica e afastar até mesmo decisões isoladas da justiça trabalhista e de alguns poucos julgadores em casos tributários e/ou societários, entendemos ser eficiente o esclarecimento do assunto, especialmente considerando o aspecto externo, que visa atrair investimentos estrangeiros. Assim dispôs a lei:

Art. 8º O investidor que realizar o aporte de capital a que se refere o art. 5º desta Lei Complementar:

I - não será considerado sócio ou acionista nem possuirá direito a gerência ou a voto na administração da empresa, conforme pactuação contratual;

II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, e a ele não se estenderá o disposto no art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), no art. 855-A da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943, nos arts. 124, 134 e 135 da Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), e em outras disposições atinentes à desconsideração da personalidade jurídica existentes na legislação vigente.

Obviamente que as disposições acima não se aplicam caso reste configurado dolo, fraude ou simulação com o envolvimento do investidor, conforme estabelece o parágrafo único do art. 8º.

Ainda de acordo com a lei, todos os valores investidos deverão ser registrados contabilmente.

### 3.1.1. DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS EM AÇÕES

Uma das formas de investimento que merece ser rapidamente abordada no presente estudo é justamente a mais segura delas: emissão de debêntures conversíveis em ações.

É justamente em virtude dela que a LC 182 vem fazer alterações (que abordaremos mais adiante) na LSA, que regulamentam esta modalidade de investimento.

Coelho (2008, p 146) esclarece que:

A lei não define debêntures, limitando-se a especificar que elas conferem aos seus titulares direito de crédito, nas condições mencionadas pela escritura de emissão e certificado (LSA, art. 52). A doutrina, ressaltando tratar-se a emissão de debêntures de uma operação de empréstimo, costuma apresentá-las como parcelas de um contrato de mútuo, em que a sociedade anônima emissora é a mutuária e os debenturistas os mutuantes (Ferreira, 1962:240/241; Martins, 1977, 1:311).

Assim, a Companhia, por autorização do art. 57 da LSA, pode emitir debênture, com cláusula de correção monetária e juros, que seja conversível em ações, respeitadas as condições estipuladas na escritura de emissão, que deve especificar (art. 57 da LSA):

- I - as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações;
- II - a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida;

- III - o prazo ou época para o exercício do direito à conversão;
- IV - as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita.

COELHO (2008, p 63) também pensa da mesma forma: “A limitação da responsabilidade e a negociabilidade da participação societária, características da anônima, revelam os mecanismos apropriados à atração desse capital”.

#### **4. ALTERAÇÕES NA LSA (LEI 6.404/76)**

Como mencionado no início deste trabalho, um dos princípios do Marco Legal das Startups é de fomentar os investimentos e a economia, criando um ambiente favorável.

E uma das formas propostas pelo legislador foi justamente de facilitar e incentivar a escolha pelo tipo societário mais seguro e transparente existente: a sociedade anônima.

Diante desse cenário, a LC 182 veio promover alterações na LSA, que serão a seguir apresentadas.

Essas mudanças vêm em bom momento, para incentivar a escolha pelas Sociedades Anônimas.

De acordo com o Mapa de Empresas<sup>5</sup>, ferramenta disponibilizada pelo governo federal, o boletim do 1º quadrimestre/2021 aponta existirem hoje 168.716 Sociedades Anônimas ativas, sendo 4.215 abertas apenas no período de janeiro a abril/21. Esse número ainda é pequeno quando comparado com a quantidade de empresas ativas formadas por Empresário Individual - incluindo MEI (11.959.354), limitadas (3.967.740) e EIRELI (984.250).

A expectativa é que esse número aumente e a escolha por este importante tipo societário se torne ainda mais comum.

---

<sup>5</sup> Disponível em < <https://www.gov.br/governodigital/pt-br/mapa-de-empresas/boletins/mapa-de-empresas-boletim-do-1o-quadrimestre-de-2021.pdf>>. Acesso em 14/09/21.

#### **4.1. REDUÇÃO DO NÚMERO MÍNIMO DE DIRETORES - ALTERAÇÃO ART. 143 DA LSA**

A primeira modificação foi no art. 143 da LSA, que possuía a seguinte redação:

Art. 143. A Diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembléia-geral, devendo o estatuto estabelecer:

A LC 182 reduziu as exigências, permitindo que a diretoria seja composta por apenas 1 (um) diretor.

O objetivo claro é simplificar e reduzir o custo de manutenção da S/A, permitindo que sejam constituídas companhias menores, com apenas 1 (um) diretor.

As exigências para o Estatuto, por outro lado, não mudaram. Permanece a necessidade dele estabelecer:

- I - o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos;
- II - o modo de sua substituição;
- III - o prazo de gestão, que não será superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;
- IV - as atribuições e poderes de cada diretor.

## **4.2. FLEXIBILIZAÇÕES PARA COMPANHIAS MENORES - ALTERAÇÃO ART. 294 DA LSA**

Outra modificação foi no art. 294, que estabelece alguns benefícios para empresas que estejam enquadradas nos conceitos nele estabelecidos. A redação anterior do referido artigo era:

Art. 294. A companhia fechada que tiver menos de 20 (vinte) acionistas, com patrimônio líquido de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), poderá: (Redação dada pela Lei nº 13.818, de 2019)

I - convocar assembléia-geral por anúncio entregue a todos os acionistas, contra-recibo, com a antecedência prevista no artigo 124; e

II - deixar de publicar os documentos de que trata o artigo 133, desde que sejam, por cópias autenticadas, arquivados no registro de comércio juntamente com a ata da assembléia que sobre eles deliberar.

O caput fora, então, alterado para permitir que sejam enquadradas nos benefícios as companhias que tenham renda bruta anual de até R\$78 milhões, aumentando o leque de empresas que poderão se valer de suas benesses.

Art. 294. A companhia fechada que tiver receita bruta anual de até R\$ 78.000.000,00 (setenta e oito milhões de reais) poderá: (Redação dada pela Lei Complementar nº 182, de 2021)

Ou seja, excluiu-se a obrigatoriedade da empresa ter patrimônio líquido de R\$10 milhões e menos de 20 acionistas, para permitir que sejam beneficiadas todas as companhias que tenham receita de até

R\$78 milhões, independentemente do número de acionistas e de seu patrimônio líquido.

Também foram revogados os incisos I e II, bem como criados os incisos III e IV.

O inciso primeiro permitia que as empresas relacionadas no caput convocassem assembleia geral por anúncio entregue a todos os acionistas, contra-recibo, com a antecedência prevista no art. 124, ou seja, com antecedência de 8 dias para companhias fechadas (segunda convocação com 5 dias de antecedência) e de 21 dias para companhias abertas (segunda convocação com 8 dias de antecedência).

Já o inciso segundo permitia que elas deixassem de publicar os documentos de que trata o art. 133, desde que cópias autenticadas dos mesmos sejam arquivadas no registro de comércio juntamente com a ata de assembleia:

Art. 133. Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembléia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas:

I - o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo;

II - a cópia das demonstrações financeiras;

III - o parecer dos auditores independentes, se houver.

IV - o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

V - demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.

A exclusão dos incisos I e II, portanto, vão de encontro à criação dos incisos III e IV, reduzindo a burocracia e os custos das companhias.

De acordo com o inciso III, as publicações (exceto aquelas dispostas no art. 289 – balanço e demonstração de lucros e perdas) poderão ocorrer de forma eletrônica.

Essa era uma reivindicação antiga, em razão dos altos custos da publicação em jornais e revistas.

O inciso IV, por sua vez, veio permitir que os livros relacionados no art. 100 da LSA sejam substituídos por registros mecanizados ou eletrônicos.

Art. 100. A companhia deve ter, além dos livros obrigatórios para qualquer comerciante, os seguintes, revestidos das mesmas formalidades legais:

I - os livros de “Registro de Ações Nominativas” e “Registro de Ações Endossáveis”, para inscrição, anotação ou averbação:

I - o livro de Registro de Ações Nominativas, para inscrição, anotação ou averbação: (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

- a) do nome do acionista e do número das suas ações;
- b) das entradas ou prestações de capital realizado;
- c) das conversões de ações, de uma em outra forma, espécie ou classe;
- d) das conversões de ações, de uma em outra espécie ou classe; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)
- e) do resgate, reembolso e amortização das ações, ou de sua aquisição pela companhia;
- f) das mutações operadas pela alienação ou transferência de ações;
- g) do penhor, usufruto, fideicomisso, da alienação fiduciária em garantia ou de qualquer ônus que grave as ações ou obste sua negociação.

II - o livro de “Transferência de Ações Nominativas”, para lançamento dos termos de transferência, que deverão ser assinados pelo cedente e pelo cessionário ou seus legítimos representantes;

III - o livro de “Registro de Partes Beneficiárias Nominativas” e o de “Transferência de Partes Beneficiárias Nominativas”, se tiverem sido emitidas, observando-se, em ambos, no que couber, o disposto nos números I e II deste artigo;

IV - os livros de “Registro de Partes Beneficiárias Endossáveis”, de “Registro de Debêntures Endossáveis” e “Registro de Bônus de Subscrição Endossáveis”, se tiverem sido emitidos pela companhia, observando-se, no que couber, o disposto sobre o “Livro de Registro de Ações Endossáveis”;

V - o livro de “Atas das Assembléias Gerais”;

VI - o livro de “Presença dos Acionistas”;

VII - os livros de “Atas das Reuniões do Conselho de Administração”, se houver, e de “Atas das Reuniões da Diretoria”;

VIII - o livro de “Atas e Pareceres do Conselho Fiscal”.

IV - o livro de Atas das Assembléias Gerais; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

V - o livro de Presença dos Acionistas; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

VI - os livros de Atas das Reuniões do Conselho de Administração, se houver, e de Atas das Reuniões

de Diretoria; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

VII - o livro de Atas e Pareceres do Conselho Fiscal.

Outra alteração significativa foram as inclusões dos parágrafos 4º e 5º do mesmo artigo:

O parágrafo 4º veio prever a hipótese de omissão do estatuto quanto à distribuição de dividendos, situação em que eles serão estabelecidos pela assembleia geral, deixando-se de aplicar o art. 202 da LSA, mas respeitando-se o direito dos acionistas preferenciais em receberem os dividendos fixos ou mínimos a que tenham direito.

O art. 202 da LSA estabelece, por sua vez, que:

Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001), (Vide Medida Provisória nº 608, de 2013), (Vide Lei nº 12.838, de 2013)

I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e (Incluída pela Lei nº 10.303, de 2001)

b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores; (Incluída pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado,

desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197); (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

O que se pode verificar é que a LSA estabelecia como seria o pagamento do dividendo obrigatório, caso o estatuto fosse omissivo.

Portanto, para se evitar que o estatuto fosse modificado a cada alteração no formato de pagamento dos dividendos, permitiu-se que essa definição fosse feita diretamente na assembleia.

Finalmente, o parágrafo 5º veio apenas estabelecer que “ato do Ministro de Estado da Economia disciplinará o disposto neste artigo.

Desta forma, a redação completa do art. 294 passou a ser a seguinte:

Art. 294. A companhia fechada que tiver receita bruta anual de até R\$ 78.000.000,00 (setenta e oito milhões de reais) poderá: (Redação dada pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

I - (revogado); (Redação dada pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

II - (revogado); (Redação dada pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

III - realizar as publicações ordenadas por esta Lei de forma eletrônica, em exceção ao disposto no art. 289 desta Lei; e (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

IV - substituir os livros de que trata o art. 100 desta Lei por registros mecanizados ou eletrônicos. (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021)

§ 1º A companhia deverá guardar os recibos de entrega dos anúncios de convocação e arquivar no registro de comércio, juntamente com a ata da assembleia, cópia autenticada dos mesmos.

§ 2º Nas companhias de que trata este artigo, o pagamento da participação dos administradores poderá ser feito sem observância do disposto no § 2º do artigo 152, desde que aprovada pela unanimidade dos acionistas.

§ 3º O disposto neste artigo não se aplica à companhia controladora de grupo de sociedade, ou a ela filiadas.

§ 4º Na hipótese de omissão do estatuto quanto à distribuição de dividendos, estes serão estabelecidos livremente pela assembleia geral, hipótese em que não se aplicará o disposto no art. 202 desta Lei, desde que não seja prejudicado o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade. (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

§ 5º Ato do Ministro de Estado da Economia disciplinará o disposto neste artigo. (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021)

### **4.3. MODIFICAÇÃO NAS COMPETÊNCIAS DA CVM - ALTERAÇÃO ART. 294-A DA LSA**

Assim dispunha o caput do art. 294-A:

Art. 294-A. A Comissão de Valores Mobiliários, por meio de regulamento, poderá dispensar exigências previstas nesta Lei, para companhias que definir como de pequeno e médio porte, de forma a facilitar o acesso ao mercado de capitais.(Incluído pela Medida Provisória nº 881, de 2019)

As modificações aqui consistiram na alteração do teor do caput e criação dos incisos I, II, III e IV.

Pela redação anterior, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM “poderia” dispensar as exigências previstas na LSA, para companhias que ela mesma definir como de pequeno e médio porte (o que não mais será permitido, conforme novo art. 294-B, que será estudado adiante), como forma de facilitar o acesso ao mercado de capitais.

A nova redação veio estabelecer a “obrigação” da CVM regulamentar as condições facilitadas para o acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais, sendo permitida a ela dispensar ou modular a observância ao disposto nos seguintes artigos da LSA:

I - no art. 161 desta Lei, quanto à obrigatoriedade de instalação do conselho fiscal a pedido de acionistas; (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021)

II - no § 5º do art. 170 desta Lei, quanto à obrigatoriedade de intermediação de instituição financeira em distribuições públicas de valores mobiliários, sem prejuízo da competência prevista no inciso III do § 3º do art. 2º da Lei nº 6.385, de

7 de dezembro de 1976; (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

III - no inciso I do caput do art. 109, nos §§ 1º e 2º do art. 111 e no art. 202 desta Lei, quanto ao recebimento de dividendo obrigatório; (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

IV - no art. 289 desta Lei, quanto à forma de realização das publicações ordenadas por esta Lei; e (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021)

Portanto, com esta alteração a CVM poderá dispensar ou modular a obrigatoriedade de instalação do conselho fiscal; a obrigatoriedade de ter uma instituição financeira intermediando as distribuições públicas de valores mobiliários; o recebimento de dividendo obrigatório e a realização das publicações do balanço e demonstração de lucros e perdas (art. 289 LSA).

No que se refere ao “recebimento de dividendo obrigatório”, as permissões de dispensa ou modulação foram com relação a:

- a. Impossibilidade de se privar o acionista dos direitos de participar dos lucros sociais (art. 109);
- b. Possibilidade das ações preferenciais sem direito de voto de adquirir o exercício desse direito se a companhia deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, até que haja o pagamento, o mesmo ocorrendo na hipótese de ações preferenciais com direito de voto restrito, que terão suspensas as limitações ao exercício desse direito;
- c. Direito dos acionistas de receber como dividendo obrigatório a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, observar as normas estabelecidas nos incisos I,

II e III, incisos estes que se aplicariam apenas para empresas com faturamento igual ou superior a R\$78 milhões, por inteligência do §4º do art. 294 da LSA, que exclui empresas com receita inferior, permitindo a elas estabelecer estas regras em assembleia geral.

#### **4.4. DEFINIÇÃO DE COMPANHIAS DE PEQUENO E MÉDIO PORTE - CRIAÇÃO ART. 294-B DA LSA**

Como pudemos ver anteriormente, a alteração do art. 294-A permitia que a CVM estabelecesse a definição de companhias “de pequeno e médio porte”.

Art. 294-A. A Comissão de Valores Mobiliários, por meio de regulamento, poderá dispensar exigências previstas nesta Lei, para companhias que definir como de pequeno e médio porte, de forma a facilitar o acesso ao mercado de capitais. (Incluído pela Medida Provisória nº 881, de 2019)

O art. 294-B veio justamente para definir o conceito legal de companhias de pequeno e médio porte, que serão beneficiadas:

Art. 294-B. Para fins do disposto nesta Lei, considera-se companhia de menor porte aquela que aufera receita bruta anual inferior a R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais). (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021)

§ 1º A regulamentação editada não prejudica o estabelecimento de procedimentos simplificados aplicáveis às companhias de menor porte, pela Comissão de Valores Mobiliários, com base nas

competências previstas na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, especialmente quanto: (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

I - à obtenção de registro de emissor; (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

II - às distribuições públicas de valores mobiliários de sua emissão; e (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

III - à elaboração e à prestação de informações periódicas e eventuais. (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários poderá: (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

I - estabelecer a forma de atualização do valor previsto no caput deste artigo e os critérios adicionais para a manutenção da condição de companhia de menor porte após seu acesso ao mercado de capitais; e (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

II - disciplinar o tratamento a ser empregado às companhias abertas que se caracterizem como de menor porte nos termos do caput deste artigo. (Incluído pela Lei Complementar nº 182, de 2021) Vigência

Como se percebe acima, o parágrafo 1º visa proteger os procedimentos simplificados que tenham sido estabelecidos pela CVM para empresas de menor porte, especialmente aqueles procedimentos constantes de seus incisos I, II e III.

O parágrafo 2º, por sua vez, permite que a CVM estabeleça a forma de atualização do valor previsto no caput do referido artigo, assim como eventuais critérios adicionais para manter a condição de companhia de menor porte após o seu acesso ao mercado de capitais. Também estabelece que a CVM poderá disciplinar o tratamento que será empregado às companhias abertas que se caracterizem como de menor porte.

## 5. CONCLUSÃO

As modificações chegam em um momento importante, pós pandemia.

Importante destacar que a LC 182 entrou em vigor no último dia 02/09, ou seja, 90 dias após sua publicação, contando-se o prazo respeitando o art. 8º da LC95/98, ou seja, “com a inclusão da data da publicação e do último dia do prazo, entrando em vigor no dia subsequente à sua consumação integral.”

Portanto, acreditamos que estas modificações são benéficas e diretamente tornarão a escolha das sociedades anônimas cada vez mais comum, desburocratizando o ambiente de negócios e incentivando, de forma indireta, a inovação, os investimentos e a economia em termos gerais.

## REFERÊNCIAS

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial. Direito de Empresa.** Sociedades. São Paulo: Saraiva, 2008.

NYBO, Erik F et al. **Direito das Startups.** Curitiba: Juruá, 2016.



Antônio Geraldo Pimentel Filho

**APLICAÇÃO DA CLÁUSULA  
MAC (MATERIAL ADVERSE  
CHANGE) EM AQUISIÇÕES DE  
EMPRESAS NO CONTEXTO DE  
PANDEMIA**



Renata Teixeira Campos

# **APLICAÇÃO DA CLÁUSULA MAC (MATERIAL ADVERSE CHANGE) EM AQUISIÇÕES DE EMPRESAS NO CONTEXTO DE PANDEMIA**

*Antônio Geraldo Pimentel Filho<sup>1</sup>*  
*Renata Teixeira Campos<sup>2</sup>*

## **RESUMO**

O presente estudo pretende avaliar a aplicação da cláusula Material Adverse Change (“MAC”) em operações de aquisição de empresas, no contexto de pandemia. Será demonstrado através da análise da cláusula MAC que esta visa a distribuir o risco entre as partes acerca da imprevisibilidade de eventos que podem ocorrer entre a assinatura do contrato e o fechamento da operação que, justamente por sua natureza, não estariam supridas pela due dilligence e pelas cláusulas de garantia. Para o devido efeito, será analisada a estrutura e os vários tipos de cláusulas MAC que podem ser inseridas nos contratos de aquisição, no contexto da legislação brasileira, com avaliação de casos internacionais, a fim de se concluir como se daria sua aplicação.

**Palavras-chave:** Imprevisão. Pandemia. MAC. Material adverse change. Alteração material adversa. M&A. Aquisição.

## **ABSTRACT**

This study aims to assess the application of the Material Adverse Change (“MAC”) clause in the process of acquiring companies, in the context of a pandemic. It will be demonstrated through the analysis of the MAC clause that it aims to distribute the risk between the parties

---

1 Graduado em Direito pela PUC Minas. Curso Intensivo de Recuperação Judicial de Empresas pelo Insper. LLM em Direito Corporativo pelo IBMEC. Advogado com atuação em litígios corporativos.

2 Graduada em Direito pela UFMG. Curso Intensivo de Direito Societário pelo IBMEC. LLM em Direito Corporativo pelo IBMEC. Advogada com atuação em grupos empresariais de grande porte, de setores altamente regulados, envolvendo companhias abertas, e em investidores institucionais (fundos de pensão), especialmente nas áreas consultivas relacionadas a mercado de capitais, contratos, societário, relações com investidores, governança e compliance

regarding the unpredictability of events that may occur between the signing of the contract and the closing of the transaction, which precisely by their nature would not be covered by Due Diligence and by the warranty clauses. For this purpose, the structure and the various types of MAC clauses that can be included in acquisition contracts will be analyzed, in the context of Brazilian legislation, with an assessment of international cases, in order to conclude how it should be applicable.

**Keywords:** Unpredictability. Pandemic. MAC. Material adverse change. M&A. Acquisition.

## 1. INTRODUÇÃO

Diante das instabilidades trazidas pela pandemia, dentre elas os impactos negativos nos resultados financeiros de empresas, cujos sócios já possuem a expectativa de efetuarem a venda, ante o compromisso vinculante com um terceiro, ainda pendente de conclusão, surge uma dúvida acerca da configuração ou não da Covid-19 e seus efeitos (declaração de pandemia, quarentenas e lockdowns) como um efeito material adverso para fins de aplicação da cláusula MAC, ou Material Adverse Change Clause, daqui por diante designadas por MAC.

Cabe ressaltar que a discussão não se dá por meras questões formais, mas sim pela relevância da cláusula MAC em operações de fusões e aquisições e pelos valores resguardados pela cláusula. Veja-se que, em pesquisa realizada pelo escritório americano Nixon Peabody<sup>3</sup>, foram analisados 200 contratos registrados na Securities and Exchange Commission, com valores a partir de US\$ 100 milhões de dólares, chegando a US\$ 74 bilhões, firmados entre 1º de junho de 2018 a 31 de maio de 2019, nos Estados Unidos da América.

Na pesquisa foi identificado que as exceções às cláusulas MAC tendem a aparecer com mais frequência nos 78 negócios avaliados em

---

3 Disponível em: <<https://www.nixonpeabody.com/-/media/Files/PDF-Others/mac-survey-2019-nixon-peabody.ashx?la=en&hash=B8609419F67CF32DF56507955071D457>>. Acesso em 30/09/2021.

US\$ 1 bilhão ou mais. A pesquisa ainda identificou, aproximadamente, 14.1 exceções por contrato de aquisição em MAC's específicas e, quando analisados os acordos em valor igual ou superior a US\$ 1 bilhão, a média de 15.3 exceções ao que poderia ser considerado um efeito material adverso para isenção de responsabilidade do comprador em caso de ocorrência.

Para alcançar a resposta acerca do enquadramento da pandemia como situação para aplicação da cláusula MAC, serão analisados os tipos desta cláusula, a fim de se identificar para cada um deles como tem sido a jurisprudência norte-americana, que apresenta um volume maior de casos acessíveis e referenciados pela doutrina, quando comparados aos julgados brasileiros que, no contexto de aquisições, normalmente ocorrem em sede de arbitragem, e, portanto, são sigilosos.

O Código Civil adota a Teoria da Imprevisão, ou seja, é causa para rescisão a ocorrência de eventos extraordinários que podem tornar a prestação excessivamente onerosa com vantagem indevida para outra<sup>4</sup>, porém, a legislação não indicou nenhum elemento objetivo a fim de se identificar quais são estes eventos ou estabeleceu parâmetros para avaliar a onerosidade excessiva. Ao contrário, estabeleceu o princípio da intervenção mínima e excepcionalidade da revisão contratual.<sup>5</sup>

Assim, e considerando que o contexto legislativo brasileiro deixa a cargo dos negociantes estabelecer os seus pressupostos de

---

4 O Código Civil estabelece em seu art. 478: Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação.

5 Vide artigo 421 do Código Civil: Art. 421. A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato. (Redação dada pela Lei nº 13.874, de 2019)  
Parágrafo único. Nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

revisão ou resolução<sup>6</sup>, trata-se de uma cláusula cuja importação é válida e eficaz, porém a resposta sobre a aplicabilidade no contexto pandêmico variará de acordo com a definição de efeito adverso relevante adotado no contrato de aquisição, bem como o mercado no qual estaria inserido à sociedade-alvo, para que se avalie, se, de fato, esta foi afetada pelo efeito material adverso em questão.

## **2. CONCEITO DA CLÁUSULA MAC E APLICAÇÕES EM OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES**

### **2.1 CONCEITO E OBJETIVO**

É bastante usual que as operações de fusões e aquisições tenham o fechamento diferido, seja porque a operação está sujeita a aprovações por órgãos regulatórios, pelos órgãos de governança, em função da pendência de registros, ou mesmo porque dependem da implementação de determinados eventos, sejam reestruturações societárias (transformação de sociedade de responsabilidade limitada em sociedade anônima, alteração de capital, cisão, para segregação de algum ativo que não será parte da transação), obtenção de decisão judicial, negociação com credores, etc.<sup>7</sup>

Nestes casos, há uma seção no contrato que estabelece uma série de obrigações de parte a parte a serem cumpridas durante o período de fechamento da operação, dentre elas, regras sobre a administração da

---

6 Vide artigo 421-A do Código Civil: Art. 421-A. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução; (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

III - a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

7 BOTREL, Sérgio. Fusões e Aquisições. 5 ed. – São Paulo: Saraiva, 2017, p. 294

sociedade e uma série de declarações das partes cuja inveracidade, se verificada, gera a ineficácia do contrato. Dentre estas, possui especial importância a “cláusula MAC”, a qual passa-se a descrever adiante.<sup>8</sup>

Cláusula MAC foi importada do Direito Anglo Saxão e, na tradução literal, significa cláusula de alteração material adversa, e trata-se de estipulações negociais com vistas à distribuição do risco da ocorrência, entre o momento da celebração do contrato (signing) e o closing, de alterações com impacto negativo sobre a empresa-alvo ou sobre as circunstâncias em que o negócio foi celebrado<sup>9</sup>.

Referidas alterações podem afetar substancialmente a capacidade operacional da empresa-alvo e, conseqüentemente, diminuir o seu valor de mercado, interferindo na tomada de decisão do comprador no que diz respeito a seguir ou não com a aquisição e ao valor de pagamento pela empresa-alvo.

A materialização do evento tem, portanto, como efeito prático, a possibilidade de o comprador resolver o contrato, ou aplicar outro remédio para ajuste de preço que esteja ali previsto. A ausência da MAC, por outro lado, deixa o comprador menos protegido quanto às possíveis alterações posteriores a celebração do contrato, já que não encontra correspondente na legislação brasileira, sendo a hipótese de extinção dos contratos por onerosidade excessiva a que mais se aproxima, conforme se demonstrará adiante.

---

8 BOTREL, Sérgio. Fusões e Aquisições. 5 ed. – São Paulo: Saraiva, 2017, p. 295

9 SÁ, Fernando Oliveira de Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas / Fernando Oliveira de Sá In: Estudos em Memória do Professor Doutor Paulo M. Sendin. - [Lisboa] Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa 2012. - p. 427-444.

Adicionalmente, referido autor, citando Gerhard Picot/Raoul Duggal, Unternehmenskauf: Schutz vor wesentlich nachteiligen Veränderungen der Grundlagen der Transaktion durch sog. MAC-Klauseln, DB, 2003, (2635-2642), p. 2635, comenta que: “Na prática é possível distinguir entre alterações materiais adversas internas (Internen Material Adverse Change) e alterações econômicas materiais externas (Externe wirtschaftliche Material Adverse Change); as primeiras consubstanciam alterações na própria empresa-alvo ou em sociedades coligadas, ao passo que as segundas constituem alterações estranhas à empresa-alvo, mas com impacto negativo na sua situação ou na do adquirente (cfr. Gerhard Picot/Raoul Duggal Unternehmenskauf..., p. 2638 e ss).”

## 2.2 TIPOS DE CLÁUSULA MAC

Antes de analisar a aplicabilidade desta cláusula, como possibilidade ou não de denúncia do contrato, em que o contexto de pandemia surge durante o período de fechamento, faz-se necessário distinguir a cláusula MAC genérica da específica. Na primeira tem-se um conceito aberto de relevância, ao passo que a segunda é acompanhada por outros elementos que limitam positiva ou negativamente a sua extensão.

Em referência ao entendimento jurisprudencial americano sobre a cláusula MAC genérica, e citando outros autores, Felipe Afonso Rocha<sup>10</sup> aponta que:

A jurisprudência norte americana exige que a alteração ponha em causa a totalidade do negócio aquisitivo, pelo que se interpreta a MAC como se um caso de frustration se tratasse, o que torna a exigência de constituição de alteração material adversa um verdadeiro “cataclismo de proporções bíblicas”, cfr. Christoph Lange, *Material ...* pp. 455. A qualificação delimitadora do efeito material adverso como visão de longo prazo refere-se ao facto de os impactos negativos não poderem ser medidos no momento imediato ao da verificação adversa, mas antes na medida do ponto de vista de um adquirente racional e de longo prazo, cfr. Daniel Schlösser, *Material ...* 891. Este entendimento tem fragilidades evidentes: deve

---

10 Rocha, Filipe Afonso de A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço: *Revista de Direito das Sociedades*, Faculdade de Direito de Lisboa 2019. Disponível em, acesso em 28.09.2021: [http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202019-02%20\(395-428\)%20-%20Doutrina%20-%20Filipe%20Afonso%20Rocha%20-%20A%20aquisi%C3%A7%C3%A3o%20de%20empresas%20com%20sujei%C3%A7%C3%A3o%20a%20condi%C3%A7%C3%B5es%20suspensivas%3A%20entre%20as%20cl%C3%A1usulas%20sobre%20altera%C3%A7%C3%B5es%20depreciativas%20e%20as%20cl%C3%A1usulas%20de%20revis%C3%A3o%20de%20pre%C3%A7o.pdf](http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202019-02%20(395-428)%20-%20Doutrina%20-%20Filipe%20Afonso%20Rocha%20-%20A%20aquisi%C3%A7%C3%A3o%20de%20empresas%20com%20sujei%C3%A7%C3%A3o%20a%20condi%C3%A7%C3%B5es%20suspensivas%3A%20entre%20as%20cl%C3%A1usulas%20sobre%20altera%C3%A7%C3%B5es%20depreciativas%20e%20as%20cl%C3%A1usulas%20de%20revis%C3%A3o%20de%20pre%C3%A7o.pdf)

distinguir-se o adquirente empresário, orientado para uma estratégia a longo prazo, e os adquirentes meramente especulativos ou de curto prazo que, naturalmente, não têm uma estratégia de longo prazo (v.g., hedge funds).

Na decisão Pacheco v. Cambridge Technology Partners (2000) foi decidido que uma alteração material está relacionada especificamente com a diminuição mensal (no caso, trimestral) das receitas da empresa, em comparação com as receitas trimestrais anteriores, pelo que se conclui que *“To be material, quarterly earnings must be compared to earnings in corresponding quarters of previous years, rather than sequentially”*, cfr. Michelle Garret, *Efficiency ...* pp. 342. Na decisão IBP vs Tyson Foods (2001), na interpretação da cláusula MAC inserida num contrato de aquisição, entendeu a Corte Americana que *“the important thing is whether the company has suffered a Material Adverse Effect in its business or results of operations that is consequential to the company’s earning power over a commercially reasonable period”* – acrescentando na densificação do *“commercially reasonable period”* um período *“measured in years rather than months”*

Diante do contexto apresentado, entende-se que, para a jurisprudência americana a alteração deverá ser substancial, implicando em diminuição do ativo da empresa e não poderá ser temporária, sendo que, para cada caso, deve-se avaliar qual seria o período razoável para a crise, considerando o esperado para o setor.

Por outro lado, a construção de uma MAC específica, ou seja, com enumeração descritiva do que possa vir a ser uma situação adversa ou do que não possa configurar uma alteração adversa, sem permitir que se aplique a mesma técnica de interpretação da cláusula genérica para avaliação de seus impactos, é extremamente estratégico para a parte prejudicada que precisar dela se utilizar.

Ainda que se tenha um rol exemplificativo, há que se tomar bastante cuidado para definir critérios objetivos de interpretação. Isso porque na ausência destes pressupostos, a jurisprudência norte-americana tende a aplicar a mesma técnica de interpretação para as cláusulas genéricas, qual seja, considerar o efeito financeiro ao longo do tempo.

Daniel Kalansky<sup>11</sup> confirma este entendimento ao fazer referência ao primeiro caso de jurisprudência norte-americana *Akorn vs Fresenius*, julgada em 01 de outubro de 2018 em que a MAC clause foi reconhecida, de forma a favorecer o vendedor, e se tratava de cláusula específica, pois excepcionava da sua aplicação falhas nos cumprimentos de projeções econômico-financeiras:

Esse caso é central para qualquer análise sobre cláusulas MAC nos contratos de M&A, pois o julgamento de 247 páginas é um verdadeiro manual sobre como redigir e interpretar disposições contratuais. A compradora (Fresenius), uma companhia alemã do ramo farmacêutico, assinou contrato de compra da fabricante de genéricos americana Akorn. O contrato dizia que o risco de “qualquer falha no cumprimento de projeções, previsões, diretrizes, estimativas, marcos, orçamentos ou previsões financeiras ou operacionais internas ou publicadas de receitas, ganhos, fluxo de caixa ou posição de caixa, internos ou públicos” não seria considerado um efeito adverso relevante. Contudo, nos trimestres após a assinatura, o faturamento da companhia alvo despencou e, além disso, a compradora recebeu cartas anônimas que denunciavam várias falhas no sistema de coleta de dados dos testes farmacêuticos. A correção dessas falhas demandaria milhões

---

<sup>11</sup>KALANSKY, Daniel. Covid 19 acende alerta para cláusula MAC nos contratos de M&A. Revista Capital Aberto, 27 de março de 2020. Disponível em <https://capitalaberto.com.br/secoes/artigos/covid-19-acende-alerta-para-clausula-mac-nos-contratos-de-ma/> Acesso em 25.09.2021

de dólares e alguns anos. Depois de várias tentativas infrutíferas de resolução amigável da questão, a Fresenius pediu para encerrar o acordo e Akorn demandou judicialmente que ele fosse cumprido.

Vice Chancellor Laster, relator do caso, explicou que **a decisão de adquirir uma companhia é feita a longo prazo, de forma que uma mera flutuação no faturamento não é suficiente para justificar a desistência do negócio. É necessário demonstrar que a companhia alvo perdeu seu poder de gerar riqueza em um período comercial razoável, normalmente medido em anos, não em meses.** Percebe-se, portanto, que é preciso demonstrar factualmente que a companhia sofreu danos profundos e duradouros além dos esperados para o setor.

Fazendo um paralelo com a atual pandemia, que é o contexto em que se pretende avaliar a aplicação da MAC, o mesmo autor complementa:

Como aplicar esse raciocínio à covid-19? O comprador poderia se eximir de fechar o contrato se demonstrar que os danos sofridos não foram unicamente causados pela pandemia, e que outras companhias do setor sofreram perdas menores. Já o vendedor poderia argumentar que a companhia tomou as medidas necessárias para preservar seu potencial de gerar lucro, mesmo diante dos esforços necessários para conter o alastramento da doença, além de ressaltar que o comprador assumiu o risco.

Vale destacar, porém, que não se sabe qual será a extensão dos danos. No momento atual, eles são, quando muito, estimáveis. Portanto, é

necessário se precaver. Aos vendedores, aconselha-se agirem conforme os padrões de diligência e lealdade, para que danos econômicos causados pela doença não lhes sejam atribuídos. Aos compradores, sugere-se que sejam vigilantes e que planejem a continuidade da companhia.

Outra situação não menos comum está na ausência de cláusula MAC estabelecida no contrato de aquisição, restando em aberto eventual limitação de responsabilidade no caso de ocorrência de fato materialmente relevante que possa alterar a intenção do comprador na aquisição da sociedade-alvo.

Nesta situação surgem várias indagações acerca da melhor interpretação do contrato de aquisição, sendo uma delas na impossibilidade de aplicação de qualquer limitação de responsabilidade, devido a expressa não contratação das partes neste sentido.

Para estes casos, levando-se em consideração a liberdade de contratar e o Código Civil (art. 421), a interpretação literal do contrato não permite aplicação de cláusula MAC que não foi contratada.

Por outro lado, ainda assim, encontram-se positivados em nosso Código Civil três modalidades diferentes que permitem a revisão contratual para reequilíbrio das condições contratadas entre as partes, sendo elas a teoria da imprevisão (art. 317, do CC), onerosidade excessiva (art. 478, do CC) e caso fortuito e força maior (art. 393, do CC).

Embora equivocadamente tratadas pela jurisprudência de forma única, as três modalidades de revisão contratual acima destacadas possuem bases fáticas diferentes para aplicação no caso concreto.

Ainda que o principal objetivo deste artigo não seja detalhar a aplicação da revisão contratual, faz sentido sua citação para deixar claro que, ainda que o contrato de aquisição não contenha previsão expressa de cláusula MAC, sejam genérica ou específica, com base nas modalidades de revisão contratual, o comprador poderia justificar

uma negativa de compra da empresa-alvo a partir do acontecimento de fato relevante que modificasse de sobremaneira as condições do negócio.

Assim, em resumo temos as seguintes situações para análise:

- Cláusula MAC Genérica: Neste caso, o acontecimento de qualquer efeito material adverso relevante, incluindo-se uma pandemia, ainda que sem previsão expressa no contrato, daria ao comprador a opção de não prosseguir com a operação de aquisição, após a verificação de real afetação do negócio;
- Cláusula MAC Específica: Neste caso, o acontecimento de qualquer efeito material adverso relevante, incluindo-se uma pandemia, só poderia ser utilizado pelo comprador como hipótese para desistência da aquisição se detalhadamente descrita na cláusula MAC como hipótese para tanto e após a verificação de real afetação do negócio;
- Cláusula MAC Inexistente: Neste caso, o acontecimento de qualquer efeito material adverso relevante, incluindo-se uma pandemia, poderia ser utilizado pelo comprador como hipótese de desistência da aquisição através de enquadramento do acontecimento em uma das modalidades previstas no Código Civil para revisão de contratos.

Trazendo a discussão para os dias atuais, com o objetivo de reflexão sobre o enquadramento da COVID-19 e de seus efeitos na alteração da rotina normal de vários negócios, que eram objeto de aquisições iniciadas anteriormente à pandemia, tem-se algumas reflexões importantes.

No caso da cláusula MAC genérica, em razão da ausência da especificação das hipóteses em que o comprador possa romper o

negócio, serão válidas as condicionantes já pontudas em julgamentos pelos tribunais norte-americanos para análise de aplicação ou não da cláusula MAC.

Para este caso ter-se-á uma análise sobre a perda concreta da empresa alvo de gerar riqueza em um determinado lapso temporal. É pertinente pontuar que o lapso deve ser longo, persistindo por anos, justificando a intenção de rompimento do comprador que, em uma operação de aquisição, possui interesses duradouros.

Ou seja, uma queda de faturamento verificada em um curto espaço de tempo não poderá embasar a eventual recusa de aquisição do comprador, pois não afetará seus interesses de longo prazo, de forma que a demonstração de que os efeitos da pandemia persistirão em exercícios posteriores é imprescindível.

Por fim, e por mais óbvio que possa parecer, caberá ao comprador a demonstração do nexo causal específico entre a pandemia e o efeito adverso ocorrido no negócio alvo, uma vez que, caso o efeito adverso tenha sido causado por motivo outro e que poderia ser previsível no momento da contratação, o comprador não terá seu direito resguardado pela cláusula MAC.

Já no caso de uma MAC especificamente detalhada, seja pelas hipóteses de ocorrência, ou pelas hipóteses acrescidas das excludentes que não poderão se enquadrar como efeito material adverso, a análise, no primeiro momento, se dará com a interpretação do que restou contratado entre as partes.

Levando-se em consideração os princípios da intervenção mínima, exceção da revisão e da boa-fé contratual (arts. 421 e par. único, 421-A e 422, do CC), será necessária a análise da redação da cláusula para interpretação da inclusão, ou não, da pandemia como efeito material adverso para que se possa embasar o rompimento contratual pelo comprador, inexistindo espaço para interpretação extensiva ou restritiva do quanto acordado.

Em segundo momento, conforme definido em julgamento norte-americano, será avaliada a real afetação do negócio e o período de

afetação para justificar, ou não, o enquadramento do fato com aquele descrito na cláusula MAC.

É importante notar que os tribunais norte-americanos possuem uma interpretação restritiva para aplicação da cláusula MAC para a quebra do contrato, de forma a se exigir, além da ocorrência de hipótese contratualmente prevista, a comprovação de afetação do negócio por longo período.

Por sua vez, naqueles contratos em que as partes não tenham acordado cláusula MAC, ainda assim, diante da pandemia restará ao comprador a possibilidade de buscar a revisão contratual através das modalidades previstas no Código Civil para tanto, quais sejam o caso fortuito ou força maior, teoria da imprevisão ou onerosidade excessiva.

Neste caso, caberia ao comprador demonstrar, com a pandemia e com seus efeitos, os requisitos legais para aplicação de uma das três teorias para a revisão do contato de aquisição.

Aqui vale citar recente decisão do Tribunal de Delaware<sup>12</sup> em que o comprador foi isentado de responsabilidade pela desistência da aquisição, não por aplicação da cláusula MAC mas pelo Tribunal ter considerado que a vendedora infringiu a cláusula de ordinary course of business.

Ainda assim, o julgamento é extremamente interessante e se alinha com o objeto desse estudo por se tratar de caso em que o contrato de aquisição foi firmado anteriormente à atual pandemia, com cláusula MAC detalhada, tendo havido a desistência do comprador antes do closing, sob alegação de ocorrência de efeito material descrito na cláusula MAC e quebra da cláusula de ordinary course of business.

A decisão do Tribunal se alinhou com o quanto já exposto acima, no sentido de que, havendo cláusula MAC específica, a possibilidade de seu embasamento para rompimento do negócio passa pela interpretação literal das hipóteses contratadas entre as partes, sem abertura de uma interpretação extensiva ou restritiva.

---

12 AB Stables VIII LLC v. MAPS Hotels and Resorts One LLC, Mirae Asset Capital Co., Ltd., Mirae Asset Daewoo Co. Ltd., Mirae Asset Global Investments, Co. Ltd., e Mirae Asset Life Insurance Co., Ltd. (C.A. No. 2020-0310-JTL, Nov. 30, 2020).

Outro caso recente que demonstra as consequências da pandemia em contratos de aquisição ocorreu nas negociações iniciadas entre Sycamore Partners e a Victoria's Secret, que envolviam a aquisição de 55% das participações societárias desta última<sup>13</sup>.

A Sycamore, uma firma de private equity, iniciou processo contra a Victoria's Secret alegando que houve alteração do ordinary course of business durante a pandemia, tendo alegado a caracterização de ocorrência de situação prevista em uma Material Adverse Effect (“MAE”) Clause.

O processo não chegou a um julgamento, uma vez que as partes se resolveram e encerraram suas alegações uma contra a outra, ainda que a transação societária não tenha seguido adiante<sup>14</sup>.

Por fim, é interessante notar que os efeitos da pandemia na alteração dos números de empresas alvo em meio a operações de aquisição já estão refletidos nas redações de cláusulas MAC's nos contratos de aquisição formalizados após o COVID-19, seja para inclusão ou para exclusão de uma pandemia como efeito material adverso<sup>15</sup>, conforme nota de informação da American Bar Association.

Este movimento, no sentido de tornar mais detalhada a descrição de situações consideradas como anormais e aptas a justificar eventual quebra de contrato confere mais segurança jurídica às partes, com uma maior previsibilidade das reais situações em que uma operação de aquisição pode não ser completada, sem a configuração de situação indenizável.

Ademais, o melhor detalhamento diminui o ânimo para litígios, seja para iniciar um processo ou arbitragem, seja para impugnação dos pedidos iniciais, uma vez que as partes têm melhor previsão de seu real direito para futura decisão judicial.

---

13 Business Insider:

<<https://www.businessinsider.com/victorias-secret-partnership-with-sycamore-partners-implodes-2020-5>> Acesso em 30.09.2021.

14 Thomsom Reuters:

<<https://www.reuters.com/article/us-otc-mae-idUSKCN2243CK>> Acesso em 30.09.2021.

15 AMERICAN BAR ASSOCIATION: <[https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/publications/blt/2020/06/ma-deals-2020/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2020/06/ma-deals-2020/)> Acesso em 30.09.2021.

### 3. CONCLUSÃO

Ao final, seja pela incidência da cláusula MAC, seja na aplicação de outras teorias de revisão contratual, sempre haverá o espaço para discussão sobre o enquadramento ou não da pandemia como efeito material adverso que possa justificar a revisão contratual e embasar a desistência do comprador em uma operação de aquisição.

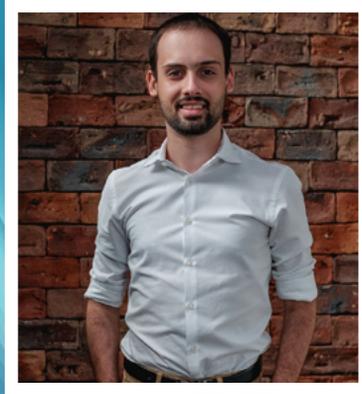
Estes casos serão analisados de forma minuciosa, de acordo com os detalhes do quanto acordado entre as partes e de acordo com as reais implicações sobre o negócio, principalmente no que diz respeito aonexo causal, valores reais de alteração e, não menos importante, o período em que o negócio permanecerá alterado pela ocorrência de determinado fato não previsível.

Por outro lado, é certo que o maior detalhamento de situações consideradas como adversas, incluindo período necessário de ocorrência e percentual de alteração de números pode contribuir para melhor segurança jurídica dos envolvidos em operações de aquisição.



Amanda Barroca Dayrell

**CONTRATO DE MÚTUA  
CONVERSÍVEL EM  
PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA  
COMO VEÍCULO PARA  
A REALIZAÇÃO DE  
INVESTIMENTOS NAS  
STARTUPS**



Victor Júlio Oliveira Milagres

**CONTRATO DE MÚTUA  
CONVERSÍVEL EM  
PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA  
COMO VEÍCULO PARA  
A REALIZAÇÃO DE  
INVESTIMENTOS NAS  
STARTUPS**

*Amanda Barroca Dayrell<sup>1</sup>*  
*Victor Júlio Oliveira Milagres<sup>2</sup>*

**SUMÁRIO:** 1 Introdução – 2 Contratos de mútuo conversível em participação societária – 2.1 Conceito – 2.2 Contratos de mútuo conversível e as convertible notes norte-americanas – 3 Realização de investimentos via contratos de mútuo conversível em participação societária no Brasil – 3.1 Aspectos relevantes sobre a conversão de crédito em participação societária – 3.2 Cláusulas típicas – 5 Conclusão – Referências.

## **1. INTRODUÇÃO**

Há alguns anos, o ecossistema empresarial brasileiro vem sendo totalmente transformado pelo crescimento acentuado de startups. Um levantamento feito pela Associação Brasileira de Startups (ABStartups) apontou que em 4 (quatro) anos, o número de startups no País mais que triplicou, representando um salto de 207% (duzentos e sete por cento) em relação a 2015 (ABStartups, 2020). Surgiram startups de vários segmentos: fintechs, healthtechs, legaltechs, foodtechs, entre outros. A consequência é um mercado marcado pelo dinamismo característico dessas empresas e que revolucionou a forma que vivemos a partir da exploração de novos modelos de negócios.

Qualquer que seja a conceituação que se adote, fato é que as startups são, em geral, empresas com forte apelo de desenvolvimento de tecnologia e inovação, alto potencial de crescimento e que ofertam

---

1 Graduação em Direito pela Faculdade Milton Campos. Pós-graduação em Governança Corporativa pelo CEDIN – Centro Educacional em Direito e Negócios. LL.M em Direito Empresarial pelo IBMEC.

2 Graduação em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG. Sócio do Drumond Cunha Oliveira Milagres Advogados

produtos ou serviços escaláveis<sup>3</sup>. Como normalmente o capital aportado pelos fundadores não é capaz de suportar o crescimento acelerado dos negócios e há uma dificuldade de acessar créditos bancários, é comum que as startups necessitem buscar alternativas de financiamento externo para iniciar suas operações ou seu plano de expansão.

O financiamento externo pode ocorrer de diversas formas, conforme o grau de maturidade da startup. Nas fases iniciais do negócio, por exemplo, o investimento normalmente é realizado pelos FFFs (abreviação de family, friends and fools), isto é, pessoas próximas que acreditam no sucesso e no projeto desenvolvido pelo empreendedor ou que possuem uma relação próxima com o mercado por ele explorado. Em um momento posterior, surge a figura do investidor-anjo, que, além de realizar aportes financeiros, também utiliza sua experiência e rede de contatos para ajudar o desenvolvimento do negócio. Ainda nos estágios iniciais, há o financiamento via capital semente (seed), normalmente estruturados por fundos que apoiam startups consideradas promissoras.<sup>4</sup>

Com o modelo de negócios validado, inicia-se a fase de tração e crescimento. Aqui surgem outras duas modalidades de investimento, cada qual aplicável a uma fase do desenvolvimento: o venture capital e

---

3A Lei Complementar n.º 182/2021, que institui o Marco Legal das Startups, define startups como “(...) organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados.” (BRASIL, 2021). Já a doutrina sustenta que startups são empresas que normalmente possuem algumas características principais, a saber: (i) encontram-se em estágio inicial de desenvolvimento, caracterizado pela carência de processos internos e organização; (ii) possuem um perfil inovador; (iii) possuem controle de gastos e custos, focando seus investimentos no desenvolvimento do produto ou serviço ofertado; (iv) operacionalizam seus produtos ou serviços ofertados por meio de um MVP (produto mínimo viável); (v) ofertam produtos ou serviços que são geralmente escaláveis; (vi) precisam de capital externo para financiar sua operação inicial ou seu plano de expansão; e (vii) utilizam a tecnologia para desenvolver negócios escaláveis e inovadores (FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. Direito das startups. São Paulo: Saraiva, 2018).

4 FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. *Op. cit.* Nesse mesmose sentido, GOMPERS, Paul. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance*, Vol. 50, N. 5, 1995.

o private equity<sup>5</sup>. Enquanto o primeiro visa possibilitar a viabilidade de negócio em estágios intermediários e eventualmente a sua expansão, o segundo ocorre em estágios mais avançados, quando as startups já estão mais maduras, mas precisam de recursos para entrar em uma nova fase de crescimento, como a expansão internacional ou o preparo para abertura de capital.

Independentemente da modalidade de investimento em questão, há, de um lado, uma pessoa que deseja aportar recursos para o desenvolvimento de um negócio – e receber retorno financeiro por isso – e, de outro, o empreendedor e a startup, que desejam receber o recurso. A formalização dessa relação pode se dar a partir de diversas estruturas, tais como a constituição de uma Sociedade em Conta de Participação (SCP)<sup>6</sup>, a celebração de contratos de opção de

---

5 A esse respeito, Nikolay Sosa Rabelo (2013) sustenta que: “Aqui entra a diferença entre o privateequity e o venture capital. Ambos são modalidades de investimento de risco, mas a fase do investimento determina quando será chamado de privateequity ou de venture capital. Os investimentos realizados em fases iniciais da vida de um empreendimento caracterizam o venture capital. O privateequity, por sua vez, ocorre em estágios mais avançados da companhia, por exemplo, no estágio prévio à abertura de capital. O objetivo da Sociedade Empresária ao captar recursos em privateequity é a maturidade do empreendimento, e no venture capital é viabilizar economicamente a atividade nos seus primeiros anos”.

6 De se destacar que a Sociedade em Conta de Participação, prevista entre os artigos 991 a 996 do Código Civil, não é utilizada para a constituição da startup em si, mas sim para operacionalizar o investimento. Nela, o investidor (chamado sócio oculto ou participante) fornecerá recursos para o empreendedor (chamado o sócio ostensivo ou operador), que os empregará, nos termos e nas condições estipuladas no contrato social, para o desenvolvimento de determinada atividade econômica. Ao final do prazo de duração da SCP ou concluídos os seus objetivos, o investidor e o empreendedor repartirão os resultados auferidos, se houver (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luís Felipe. Sociedade em Conta de Participação. SãoPaulo: QuartierLatin, 2014).

compra ou subscrição<sup>7</sup>, contratos de participação<sup>8</sup> ou contratos de mútuo conversível em participação societária. Por diminuírem o risco suportado pelo investidor, estes últimos se tornaram uma das formas mais comuns de realizar investimentos em startups no País.

Diante desse contexto, este artigo analisará como os contratos de mútuo conversível em participação societária têm sido utilizados na estruturação de investimentos em startups no Brasil. Inicialmente, passa-se brevemente pela definição dos contratos de mútuo conversível e sua relação com as convertible notes, instrumentos típicos do direito norte-americano. Posteriormente, o artigo explora aspectos tributários e societários relevantes para a conversão do crédito em participação societária no contexto jurídico e econômico brasileiro e trata, ao final, das cláusulas comumente presentes nesses contratos.

---

7 As opções de compra ou subscrição nada mais são do que um contrato pelo qual o investidor aporta um recurso para adquirir o direito de comprar, no futuro, a um valor pré-fixado, participação no capital social da startup (FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. *Op. cit.*). A diferença entre as opções de compra e subscrição é que, na primeira, a participação a ser alienada em favor do beneficiário da opção é proveniente dos sócios, a partir de uma operação de cessão de quotas; na subscrição, por sua vez, o direito de opção é exercido contra a própria startup, de modo que deverá haver um aumento de capital com emissão de novas quotas ou ações que serão subscritas pelo investidor.

8 O contrato de participação foi tipificado pela Lei Complementar n.º 155/2016, a chamada Lei do Investimento-Anjo, e mistura direitos que normalmente decorrem da aquisição de participação societária, por exemplo, a prerrogativa de participação nos lucros, o direito de preferência e o tagalong, com elementos de uma operação de crédito. No entanto, possui uma série de particularidades, como prazo de vigência máximo de 7 (sete) anos e limitação da remuneração periódica a 50% (cinquenta por cento) dos lucros da startup. Ainda, o exercício de direito de resgate do investidor só poderá ser realizado após, no mínimo, 2 (dois) anos do investimento inicial, sendo certo que os haveres não poderão ultrapassar o valor investido devidamente corrigido.

## 2. CONTRATOS DE MÚTUO CONVERSÍVEL EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

### 2.1 CONCEITO

Os contratos de mútuo conversível são instrumentos pelos quais o investidor empresta determinado valor à uma empresa, tornando-se seu credor, e, uma vez vencido o mútuo ou mediante a ocorrência de certos eventos e/ou condições estipuladas no contrato, ele poderá optar entre receber o crédito de volta, acrescido de juros e/ou correção monetária, ou convertê-lo em participação societária.

Como o investidor não passará a integrar o quadro societário da empresa desde o aporte, ele também não assume nenhum direito ou obrigação inerente à condição de sócio, mas tão somente de credor. Por esse motivo, ao menos antes da conversão, em regra, o investidor está protegido de eventual responsabilização pelos riscos relativos às atividades empresariais.

Esse entendimento foi reforçado pela Lei Complementar n.º 182/2021 (“Marco Legal das Startups” ou “LC 182/2021”), a qual deixou expresso, em seu artigo 5º, §§ 1º e 2º, que o investidor que realizar o aporte de capital via contrato de mútuo conversível, entre outros instrumentos, não será considerado sócio da startup até a conversão do aporte em efetiva participação societária<sup>9</sup>. Por consequência, desde que não tenha direito à gerência ou voto na administração, o investidor não responderá por qualquer dívida da startup, seja ela de natureza trabalhista, tributária ou cível, e a ele não se estenderá a desconsideração da personalidade jurídica, salvo nas hipóteses de dolo, fraude ou simulação quanto ao envolvimento do investidor (cf.

---

<sup>9</sup> LC 182/2021, “Art. 5º, §1º Não será considerado como integrante do capital social da empresa o aporte realizado na startup por meio dos seguintes instrumentos: (...) IV - contrato de mútuo conversível em participação societária celebrado entre o investidor e a empresa; §2º Realizado o aporte por qualquer das formas previstas neste artigo, a pessoa física ou jurídica somente será considerada quotista, acionista ou sócia da startup após a conversão do instrumento do aporte em efetiva e formal participação societária.” (BRASIL, 2021).

artigo 8º do mesmo Diploma). É perceptível, portanto, que o legislador objetivou oferecer mais segurança jurídica para os investidores a fim de incentivar o investimento em startups e fomentar a inovação no País.

## **2.2 CONTRATOS DE MÚTUO CONVERSÍVEL E AS CONVERTIBLE NOTES NORTE-AMERICANAS**

Muito embora o contrato de mútuo seja tipificado no ordenamento jurídico brasileiro<sup>10</sup>, o contrato de mútuo conversível em participação societária não o é. Trata-se, em realidade, de uma adaptação das convertible notes, instrumentos oriundos do direito norte-americano pelos quais um investidor aporta recursos em uma empresa em earlystage e tem o direito de converter tal crédito em participação societária após certo prazo ou mediante a ocorrência de um evento futuro, por exemplo, uma nova rodada de investimentos<sup>11, 12</sup>.

Tal como no caso brasileiro, o alto risco e grau de incerteza sobre o sucesso dos empreendimentos em estágio inicial evidenciam as vantagens de adotar as convertible notes: não apenas o investidor garante que terá prioridade para receber o seu crédito ante os demais sócios e que os bens da startup irão garantir o seu crédito, como, também, ele poderá acompanhar o crescimento da startup com certo

---

10 O artigo 586 do Código Civil define o mútuo como o empréstimo de coisas fungíveis feito pelo mutuante ao mutuário, obrigando-o a restituir o mutuante em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade (BRASIL, 2002).

11 WALKER, Scott Edward. Everything you ever wanted to know about convertible note seed financings (but were afraid to ask). Tech Runch, 2012. Disponível em: <<https://techcrunch.com/2012/04/07/convertible-note-seed-financings/>>. Acesso em 26 de setembro de 2021.

12 Nesse mesmo sentido, Feigelson, Nybo e Fonseca, (*op. cit.*, p. 78) definem as convertible notes como “(...) um instrumento de débito que pode ser trocado, à opção do portador, por títulos de participação do emissor. Assim como no mútuo convencional, o mutuante (no caso, o investidor) concede determinada quantia financeira ao mutuário (no caso, o empreendedor ou startup), que deverá ser paga pelo mutuário em determinado prazo (vencimento) e com a cobrança de juros. É, dessa forma, um título híbrido, que agrupa certos direitos de dívida (debt) com outros de participação (equity).”.

distanciamento até a conversão do seu crédito, protegendo-se dos riscos do negócio.

No ordenamento jurídico brasileiro, o instituto que mais se aproxima das convertible notes são as debêntures conversíveis, previstas no artigo 59, §2º da Lei n.º 6.404/1976 (“Lei das Sociedades Anônimas” ou “LSA”)<sup>13</sup>. Conforme ensina Araújo (2017, p. 31), tratam-se de

Uma espécie de valor mobiliário utilizado pelas sociedades anônimas para se capitalizarem. Diferentemente da compra de ações, na qual a remuneração do acionista é apenas uma expectativa, as debêntures geram direito de crédito perante a sociedade. Ao subscrever esse valor mobiliário, o investidor está emprestando dinheiro à sociedade. No vencimento da debênture, geralmente estabelecido em prazos longos (oito a dez anos), a sociedade paga ao debenturista o reembolso do valor investido, assim como acréscimos remuneratórios – juros, correção monetária, participação nos lucros etc. Ademais, as debêntures podem conter cláusula de conversibilidade em ações. Isso significa que, depois de decorrido determinado período, o debenturista terá a faculdade de passar à condição de acionista.

No entanto, ainda há grande divergência na doutrina e na prática empresarial sobre a possibilidade de emissão de debêntures conversíveis por outros tipos societários além das sociedades anônimas,

---

13 LSA, “Art. 59, §2º O estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a, dentro dos limites do capital autorizado, deliberar sobre a emissão de debêntures conversíveis em ações, especificando o limite do aumento de capital decorrente da conversão das debêntures, em valor do capital social ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas.” (BRASIL, 1976)

notadamente as sociedades limitadas, tão comuns no País<sup>14</sup>. De um lado, há quem entenda pela impossibilidade de emissão desse título por outros tipos societários por falta de regime legal sobre o tema. De outro, há aqueles que são favoráveis à sua emissão por sociedades limitadas pela ausência de proibição legal expressa, bem como pela aplicação da regência supletiva da Lei das Sociedades Anônimas e a autonomia e a liberdade contratual.

Aliado a esse fato, tem-se ainda que dificilmente as startups se organizam como sociedades anônimas, seja porque é uma estrutura mais cara e burocrática, seja porque a escolha desse tipo societário é incompatível com a opção pelo regime de tributação simplificado do Simples Nacional, como será visto adiante. Portanto, o elemento presente nas convertible notes e nas debêntures conversíveis que possibilita a conversão de uma dívida em participação societária acaba sendo adaptado para um contrato de mútuo, cuja quitação pode se dar exatamente com a entrega dessa participação.

Apesar de terem sido inspirados nas convertible notes, na prática, como o risco de empreender no Brasil é maior que nos Estados Unidos, os contratos de mútuo conversível necessitam de mais cláusulas customizadas em relação às convertible notes, resultando em maior complexidade daqueles instrumentos quando comparados a estas. As convertible notes basicamente possuem quatro cláusulas: taxas de juros, data de vencimento, desconto no preço da ação em rodadas de investimento futuras e piso e teto de participação do investidor. Já os contratos de mútuo conversível costumam também abordar outros temas, como procedimentos societários que deverão ser feitos para que ocorra a conversão, direitos assegurados ao investidor antes e após a conversão (direito de não-diluição, proteção contra down round, direito de preferência, tagalong etc.), obrigações assessórias (não concorrência, lock-up, direitos de informação e transparência

---

14 A esse respeito, destaca-se o Projeto de Lei n.º 3.324/20, proposto pelo senador Flávio Bolsonaro em junho de 2020, que pretende autorizar a emissão de debêntures por sociedades limitadas. No entanto, o projeto, que já tramita há mais de um ano, até a data do presente artigo, apenas foi encaminhado para publicação pelo Plenário do Senado.

etc.), entre outros<sup>15</sup>. Logo, o processo tende a se tornar um pouco mais moroso e complexo, enquanto a negociação das convertible notes tendem a ser padronizadas, simples e ágeis.

Há que se destacar, por fim, outra diferença entre as convertible notes e o contrato de mútuo conversível. No Brasil, a principal motivação para a adoção de títulos de dívida conversíveis em participação societária está relacionada a viabilidade operacional e tributária, como se verá mais abaixo. Já nos Estados Unidos, a doutrina aponta que a utilização das convertible notes também tem relação com os custos e a complexidade de precificar um investimento em negócios pré-operacionais, como é o caso de muitas empresas em earlystage. Assim, ao vincular a taxa de desconto à avaliação da próxima rodada de investimento, a avaliação da empresa será postergada para um momento no qual, provavelmente, já existirão mais dados e projeções confiáveis.<sup>16</sup>

### **3. REALIZAÇÃO DE INVESTIMENTOS VIA CONTRATOS DE MÚTUA CONVERSÍVEL NO BRASIL**

#### **3.1 ASPECTOS RELEVANTES SOBRE A CONVERSÃO DE CRÉDITO EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA**

Como já mencionado, os contratos de mútuo conversível podem ser quitados mediante a entrega de participação societária da startup ao investidor, conforme o crédito por ele aportado. Nesse caso, é comum que a conversão esteja vinculada à obrigatoriedade de a

---

15MEIRELLES, Sérgio Cury. Mútuo conversível e convertible notes: diferenças fundamentais. 2018. Disponível em: <<https://baptistaluz.com.br/espacostartup/mutuo-conversivel-convertible-notes-diferencas-fundamentais/>>. Acesso em 26 de setembro de 2021.

16 NORMAN, Mike. How convertible notes work. WeFunder, 2012. Disponível em: <<https://wefunder.com/post/17-how-convertible-notes-work>>. Acesso em 26 de setembro de 2021.

startup se transformar em sociedade anônima, caso ainda não o seja, para possibilitar o cumprimento desse modelo de investimento.

O principal motivo é que as sociedades anônimas são o único tipo societário brasileiro que comportam a realização de investimentos a partir de valuations distintos. Uma vez que o preço de emissão das ações não é vinculado ao seu valor nominal, é possível ajustar as participações societárias dos acionistas por meio da manipulação do número de ações a serem emitidas e seus respectivos preços de emissão.

O mesmo não ocorre, por exemplo, em sociedades limitadas, pois as quotas devem necessariamente ter um valor nominal. Assim, em um evento de conversão do crédito do investidor em participação societária, a sociedade deveria emitir tantas quotas quanto o valor do aporte, o que levaria a enormes distorções no capital social da startup.

Entretanto, se tornar uma sociedade anônima tem repercussões importantes na vida social. Caso esteja enquadrada no regime tributário especial do Simples Nacional<sup>17</sup>, por exemplo, a transformação acarretará a exclusão da startup desse regime, pois as sociedades anônimas não podem dele se beneficiar por previsão expressa do artigo 3º, §4º, X, da Lei Complementar n.º 123, de 14 de dezembro de 2006 (“Lei do Simples Nacional”). Assim, a startup transformada passará a se sujeitar a uma carga tributária mais elevada e a um sistema de recolhimento de tributos mais complexo, gerando mais custos operacionais.

As sociedades anônimas também possuem uma estrutura administrativa mais complexa, regras de funcionamento mais rígidas e custos de manutenção mais elevados. Porém, o Marco Legal das Startups promoveu alterações na Lei das Sociedades Anônimas para simplificar a estrutura de sociedades de menor porte, tornando-as

---

<sup>17</sup> O Simples Nacional, também chamado de Regime Especial Unificado de Arrecadação de Tributos e Contribuições devidos pelas Microempresas e Empresas de Pequeno Porte, foi instituído pela Lei Complementar n.º 123/2006 com o intuito de simplificar a arrecadação de impostos de pequenas empresas. Assim, traz consigo um sistema unificado de recolhimento de tributos, simplificando declarações e reduzindo a burocracia e os custos de transação desse regime (BRASIL, 2006).

mais atrativas às startups. São exemplos dessas alterações, nos termos do artigo 16 do Marco Legal, a possibilidade de a Diretoria ser composta por um único membro, as publicações ordenadas pela lei ocorrerem de forma eletrônica e os livros societários serem substituídos por registros mecanizados ou eletrônicos.

### 3.2 CLÁUSULAS TÍPICAS

Por se tratar de um instrumento atípico, os contratos de mútuo conversível não obedecem a uma única forma pré-determinada, sendo possível encontrar as mais diversas combinações de cláusulas e condições. Porém, é prática comum que eles possuam, sem prejuízo de outras que possam existir, as cláusulas a seguir apresentadas.

Primeiro, cláusulas que tratem dos requisitos e procedimentos para a conversão em sociedade anônima: quem pode requerê-la, quais as regras para envio da notificação de exercício da conversão, se o percentual de ações a que o investidor fará jus na conversão será fixo ou variável, entre outros. É comum prever que a conversão seja operada das seguintes formas: (i) facultativa, a critério do investidor ou conforme especificado no contrato de mútuo, mediante o envio, a qualquer tempo, da notificação de exercício à sociedade. Porém, como a transformação implica em uma estrutura mais custosa, é possível modular essa hipótese para que a startup não seja obrigada a se transformar muito cedo; ou (ii) obrigatória, caso ocorra alguma hipótese de conversão obrigatória fixada no contrato, por exemplo, a ocorrência de um evento de liquidez (venda do controle da startup, recebimento de investimentos acima de um valor pré-determinado etc.)<sup>18</sup>.

---

18 Nesse sentido, esclarecem Feigelson, Nybo e Fonseca, (*op. cit.*, p. 173): “entende-se como um evento de liquidez qualquer evento que gere liquidez à participação societária na empresa (ou seja, que gere recursos financeiros). Podem ser considerados como eventos de liquidez, dentre outros: (i) a liquidação da empresa; (ii) venda da empresa ou de participação societária relevante em uma rodada de investimento; (iii) falência; ou (iv) IPO.”

Segundo, como parte do procedimento de conversão, cláusulas que regulem os requisitos e trâmites para transformação da startup em sociedade anônima. Aqui, é também comum prever a obrigação de as partes tomarem todas as medidas necessárias à entrega da participação societária ao investidor, como arquivar a alteração contratual respectiva, bem como adotarem um acordo de acionistas que contemple os direitos mínimos do investidor previstos no contrato de mútuo conversível e discipline, de forma mais detalhada, como se dará a relação entre ele e os empreendedores no âmbito da sociedade.

Terceiro, cláusulas que regulamentem o desembolso do mútuo e o seu prazo de vencimento, bem como a forma de restituição do valor aportado em caso de não conversão e incidência de juros. Para instrumentalizar a conversão, é importante prever expressamente que a quitação do mútuo pode ocorrer mediante a entrega da participação societária da investida ao mutuante.

Quarto, cláusulas que especifiquem quais direitos serão garantidos ao investidor e aspectos de governança corporativa da sociedade. Dentre eles, destacam-se: (i) matérias sujeitas ao voto afirmativo do investidor, como a contratação de empréstimos, alteração do objeto social da startup, reestruturação societária, mudanças de controle, entre outras; (ii) participação do investidor em órgãos deliberativos ou consultivos da sociedade; (iii) direito de preferência para adquirir a participação de sócios que desejem alienar suas ações para um terceiro; (iv) direitos de anti-diluição, caso sejam emitidas novas ações em uma rodada de investimento subsequente com valuation da sociedade, menor do que aquele estipulado para os investidores anteriores; (v) tagalong, ou direito de venda conjunta, pelo qual o sócio minoritário terá o direito de incluir parte proporcional de sua participação no caso de alienação, direta ou indireta, do controle da sociedade; (vi) dragalong, ou dever de venda conjunta, pelo qual os sócios detentores da maioria do capital social podem obrigar os demais a vender suas participações conjuntamente caso recebam uma oferta de terceiro para adquirir a totalidade das ações da startup, ou de mais ações do que aquelas detidas pelos controladores; (vii) lock-up dos

fundadores, restringindo a possibilidade de eles saírem da sociedade por determinado período de tempo, ou até que se atinja determinada meta<sup>19</sup>; e (viii) não concorrência, pela qual os sócios ficam impedidos de exercerem atividades que concorram ou impliquem em conflito de interesse com as atividades da própria sociedade<sup>20</sup>.

Quinto, cláusulas de declarações e garantias pelas quais as partes fazem uma série de afirmações sobre as condições e qualidades da startup, além de outras questões essenciais para a conclusão do negócio, como, por exemplo, que possuem poder, capacidade e todas as autorizações necessárias para celebrar aquele contrato, que a sociedade foi constituída e opera de acordo com as leis do País, que as participações societárias estão livres de ônus e gravames, entre outras. Assim, o que se pretende é equilibrar a assimetria informacional entre

---

19 Importadas da prática corporativa estrangeira, são cláusulas que frequentemente se justificam a partir da necessidade de os sócios se comprometerem com a startup quando eles forem considerados essenciais para o seu sucesso. É o que sustentam Stedman e Jones (1998, p. 193): “Essentially, the investor is investing in the skills of the management team rather than in the company. He will be concerned therefore to ensure that the founders remain committed to the company”.

20 Para que sejam válidas, o entendimento jurisprudencial é no sentido de que as cláusulas de não concorrência devem especificar o tempo pelo qual vigora a obrigação de não concorrência, a abrangência territorial e a contrapartida financeira pelo tempo que a pessoa deverá ficar sem exercer atividade concorrente à da empresa. Nesse sentido: “RECURSO DE REVISTA INTERPOSTO PELA RECLAMADA EM FACE DE DECISÃO PUBLICADA ANTES DA VIGÊNCIA DA LEI Nº 13.015/2014. CLÁUSULA DE NÃO CONCORRÊNCIA. INVALIDADE. A estipulação da cláusula de não concorrência após a rescisão contratual depende da observância dos seguintes requisitos: limitação temporal, limitação geográfica e indenização compensatória pelo período referente à restrição. No caso, o Tribunal Regional registrou expressamente que a cláusula de não concorrência não estipulou limitação territorial ou previsão de qualquer espécie de remuneração à autora. Consignou, ainda, incontroverso que a reclamante não recebeu compensação pela restrição de sua liberdade de trabalho, bem como não houve qualquer contraprestação pelo período da restrição, uma vez que a sua recolocação no mercado de trabalho não ocorreu por conta do outplacement fornecido pela reclamada, tendo em vista que sequer concluiu o curso realizado pela empresa De Bernt Consultoria. Nesse contexto, correta a decisão recorrida ao concluir pela invalidade da cláusula de não concorrência. Recurso de revista de que não se conhece. (TST - ARR: 2170520105090006, Relator: Cláudio Mascarenhas Brandão, Data de Julgamento: 03/05/2017, 7ª Turma, Data de Publicação: DEJT 12/05/2017)”.

os empreendedores e o investidor, dando-lhe mais conforto sobre as informações de ativos e passivos<sup>21</sup>.

Além dessas, outras cláusulas podem, e devem, ser incluídas conforme as particularidades do caso concreto. No entanto, é importante sempre ponderar se os direitos negociados são compatíveis com o tipo de investimento que se pretende fazer. Por exemplo, se um investidor-anjo pretender ter muito controle e uma série de outros direitos no negócio, há o risco de ele espantar os próximos investidores. Ainda, há que se considerar a questão do ponto de vista estratégico, pois os investidores de rodadas subsequentes dificilmente entrarão no deal com menos direitos que os anteriores. Logo, se há um excesso de regulamentação e direitos cedidos, isso pode, em última análise, engessar a startup alvo, tornando sua rotina burocrática e ineficiente. Portanto, o objetivo deve ser não tornar complexo aquilo que, sem comprometer a proteção dos envolvidos, deve ser simples e prático.

#### 4. CONCLUSÃO

Cada vez mais, as startups vêm se consolidando no ecossistema empresarial brasileiro. Voltadas para o desenvolvimento de novos modelos de negócio, de produtos e serviços inovadores e escaláveis, as startups acabam por ter um importante papel no desenvolvimento econômico de um país e na forma que vivemos. Contudo, como são empresas em estágio inicial de desenvolvimento e com forte apelo inovador, é comum que busquem financiamento externo para escalar os seus negócios.

É nesse contexto que se inserem os contratos de mútuo conversível, os quais passaram a ser utilizados no Brasil a partir de uma adaptação das convertible notes norte-americanas. Sua principal característica é possibilitar que um investimento, instrumentalizado

---

21 LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Peres. Investimentos Venture Capital e Private Equity: Considerações práticas e jurídicas. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos. São Paulo: Atlas, 2016.

na forma de empréstimo, possa ser convertido em participação societária da sociedade investida na data de vencimento do mútuo ou diante da ocorrência de algum evento de liquidez acordado entre as partes. Dessa forma, o investidor consegue manter-se fora do quadro societário da startup e, ao menos até a conversão, em regra, fica protegido de eventual responsabilização por riscos relativos às atividades da empresa.

Para a startup, o fato de o investidor permanecer fora do quadro societário também é vantajoso, pois a conversão da sua participação implica na conversão da startup para sociedade anônima por dois motivos principais: primeiro, a possibilidade de manipulação do preço de emissão de ações restrita a esse tipo societário; e segundo, a não incidência de tributação sobre o ágio nas sociedades anônimas. Esse tipo societário, no entanto, possui uma estrutura administrativa mais complexa e elevados custos de manutenção.

O mútuo conversível é, portanto, um instrumento dinâmico e flexível, que permite aos interessados negociarem e verificarem as circunstâncias apresentadas, a fim de buscar o melhor interesse dos envolvidos, sendo, portanto, excelente recurso para as empresas que pretendem crescer, se comparado com as demais oportunidades presentes no mercado (por exemplo, empréstimos).

## REFERÊNCIAS

ABSTARTUPS – Associação Brasileira de Startups. **Crescimento das Startups: veja o que mudou nos últimos cinco anos.** 2020. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/crescimento-das-startups/>>. Acesso em 23 de setembro de 2021.

ARAÚJO, Adriana Pereira Damasceno de. **Análise da Regulação do Investimento Anjo no Brasil.** 2017. 55f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de Brasília, Brasília.

BRASIL. **Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm)>. Acesso em 26 de setembro de 2021.

BRASIL. **Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm)>. Acesso em 26 de setembro de 2021.

BRASIL. **Lei Complementar n.º 123, de 14 de dezembro de 2006.** Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte; altera dispositivos das Leis no 8.212 e 8.213, ambas de 24 de julho de 1991, da Consolidação das Leis do Trabalho - CLT, aprovada pelo Decreto-Lei no 5.452, de 1o de maio de 1943, da Lei no 10.189, de 14 de fevereiro de 2001, da Lei Complementar no 63, de 11 de janeiro de 1990; e revoga as Leis no 9.317, de 5 de dezembro de 1996, e 9.841, de 5 de outubro de 1999. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp123.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm)>. Acesso em 27 de setembro de 2021.

BRASIL. **Lei Complementar n.º 182, de 1º de junho de 2021.** Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar n.º 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp182.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp182.htm)>. Acesso em 27 de setembro de 2021.

planalto.gov.br/ccivil\_03/leis/lcp/Lcp182.htm>. Acesso em 23 de setembro de 2021.

FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. **Direito das startups**. São Paulo: Saraiva, 2018.

GOMPERS, Paul. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. **The Journal of Finance**, Vol. 50, N. 5, 1995, p.1461-1489.

LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Peres. Investimentos Venture Capital e Private Equity: Considerações práticas e jurídicas. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. **Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos**. São Paulo: Atlas, 2016.

MEIRELLES, Sérgio Cury. **Mútuo conversível e convertible notes: diferenças fundamentais**. 2018. Disponível em: <<https://baptistaluz.com.br/espacostartup/mutuo-conversivel-convertible-notes-diferencas-fundamentais/>>. Acesso em 26 de setembro de 2021.

NORMAN, Mike. How convertible notes work. WeFunder, 2012. Disponível em: <<https://wefunder.com/post/17-how-convertible-notes-work>>. Acesso em 26 de setembro de 2021.

RABELO, Nikolay Sosa. **A sociedade empresária e a captação de recursos de privateequity e venture capital: Estudo Interdisciplinar do Financiamento Empresarial**. Porto Alegre, Buqui: 2013.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luís Felipe. **Sociedade em Conta de Participação**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

STEDMAN, Graham; JONES, Janet. **Shareholders' Agreements**. 3º ed., Londres: Sweet&Maxwell, 1998.

WALKER, Scott Edward. **Everything you ever wanted to know about convertible note seed financings (but were afraid to ask)**. Tech Runch, 2012. Disponível em: <<https://techcrunch.com/2012/04/07/convertible-note-seed-financings/>>. Acesso em 26 de setembro de 2021.