



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 190, ago. 2025/out. 2025

RDM 190

Artigos e Atualidades:

1. Entrevista: Karsten Schmidt (Karina Nunes Fritz, Yuri Schramm e Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França)
2. "Boa-fé", Treu und Glauben e história das ideias do Direito Comercial brasileiro (Caio Azuirson; Diogo Camboim Pitta)
3. Contratos de distribuição de gás e equilíbrio econômico: a (i)legalidade da cobrança por gás não utilizado sem previsão contratual (Bruno Freixo Nagem)
4. Finfluencers: Regulação de influenciadores digitais financeiros no mercado de capitais (Vitor Camolesi Guimarães)
5. Twin Peaks e a regulação financeira do novo século: Lições do Reino Unido (Pedro Wohlcke Thiengo)
6. Law and development of the venture capital market (Gabriela Andrade Goés)
7. A utilização em larga escala das reservas de lucro pelas companhias listadas no IBOVESPA: Uma análise do triênio 2021-2023 (Bruno Alves Martins)
8. O instituto da falência e os clubes de futebol no Brasil (Carlos Magno Faissal Nazareth Cerqueira)
9. Fiança bancária na recuperação judicial: Mudanças recentes no entendimento do STJ (Caio de Magalhães Brega; Augusto Corazza Marques)
10. Reflexões sobre a disciplina do controle do exercício do direito de voto: o caso da dissociação entre exposição econômica e direitos políticos dos acionistas (Vinicius Dias Fonseca)
11. ESG-washing no mercado de capitais: a (in)suficiência do modelo "pratique ou explique" (Pedro Alves Lavacchini Ramunno; Aline Paula de Barros)

ISBN 978-65-6006-228-3



IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

 **rdm**
revista de direito mercantil

 **EXPERT**
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro
190

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial
Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de
Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de
São Paulo

Ano LXIII (Nova Série)

Agosto 2025/Outubro 2025

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LXIII – n. 190 – ago. 2025/out. 2025

FUNDADORES:

1ª FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. da Costa e Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Ruy Camilo Pereira Junior
Thiago Saddi Tannous
Vitor Henrique Pinto Ido

Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Sheila Christina Neder Cerezetti
Vinícius Marques De Carvalho

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Luma Luz
Heitor Augusto Pavan Tolentino Pereira
Rafaela Vidal Codogno

Michelle Baruhm Diegues
Matheus Chebli De Abreu

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Ana Carolina Amado Britto
Pedro Henrique Nobre Dantas Brandão
Yasmin Haddad D'Alpino

Mariana Caroline Silva Aguiar
Sofia Buchala

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação semestral da Editora Expert LTDA
Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil
Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

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"

AUTORES: Aline Paula de Barros, Augusto Corazza Marques, Bruno Alves Martins, Bruno Freixo Nagem, Caio Azuirson, Caio de Magalhães Brega, Carlos Magno Faissal Nazareth Cerqueira, Diogo Camboim Pitta, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Gabriela Andrade Goês, Karina Nunes Fritz, Pedro Alves Lavacchini Ramunno, Pedro Wöhlcke Thiengo, Vinicius Dias Fonseca, Vitor Camolesi Guimarães, Yuri C. R. Schramm

ISBN: 978-65-6006-228-3

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Setembro de 2025

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



CV DOS AUTORES:

Aline Paula de Barros: Bacharela em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Advogada em São Paulo.

Augusto Corazza Marques: Graduando na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (2021-2025). Estagiário do escritório E. Munhoz Advogados desde 2022.

Bruno Alves Martins: Estudante do 10º semestre da Escola de Direito de São Paulo (EDESP-FGV).

Bruno Freixo Nagem: Doutor em Direito Comercial pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, Mestre em Direito das Relações Econômicas e Sociais pela Faculdade Milton Campos. Especialista em Direito Processual pelo IBMEC, Especialista em Mercado de Capitais e Derivativos pela PUC-Minas. Especialização em Direito Processual Constitucional. Ex-professor de Direito Processual Civil e Direito Contratual da PUC-Minas. Advogado.

Caio de Magalhães Brega: Graduando na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (2021-2025). Estagiário do escritório E. Munhoz Advogados desde 2022.

Caio Azuirson: Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito do Recife da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE). Advogado.

Carlos Magno Faissal Nazareth Cerqueira: Advogado e Pesquisador. Mestre em Direito e Ciências Jurídicas pela Universidade de Lisboa. Especialista em Direito Desportivo e Negócios no Esporte pelo CEDIN. Certificado em Compliance e Futebol pela CBF Academy. Membro da Comissão de Estudo sobre as SAFs e da Comissão de

Direito Desportivo da OAB/RJ. cursando MBA em Gestão de Projetos pela USP/Esalq.

Diogo Camboim Pitta: Mestre em Direito Civil pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com período de pesquisa no Instituto Max Planck de História e Teoria do Direito (Frankfurt am Main, Alemanha). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito do Recife da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE), com período de mobilidade acadêmica na Universidade de Tübingen Eberhard-Karls (Tübingen, Alemanha). Advogado.

ErasmO Valladão Azevedo e Novaes França: Graduado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (1973), é mestre em Direito Comercial pela mesma instituição (1992), onde também concluiu doutorado em Direito Comercial (1998) e a livre-docência em Direito Comercial (2012). Professor sênior. Ex-Chefe do Departamento de Direito Comercial (2016-2019). Tem experiência na área de Direito, com ênfase em Direito Comercial, atuando principalmente no campo do Direito Societário.

Gabriela Andrade Goés: Doutoranda em Direito e Desenvolvimento pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP), com período como pesquisadora visitante na Faculdade de Direito da Universidade de Oxford. Mestre em Direito e Desenvolvimento pela FGV Direito SP. Foi Diretora Acadêmica do Instituto de Direito Global e Pesquisadora do Núcleo de Direito, Economia e Governança da FGV Direito SP. Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná. Advogada.

Karina Nunes Fritz: Doutora (summa cum laude) pela Humboldt Universität de Berlim (Alemanha). Prêmio Humboldt de melhor tese de doutorado na área de Direito Civil (2018). LL.M na Friedrich-Alexander Universität Erlangen-Nürnberg (Alemanha). Mestre em Direito Civil

pela PUCSP. Professora, Advogada e Árbitra. Secretária-Geral da Deutsch-lusitanische Juristenvereinigung (Associação Luso-alemã de Juristas), sediada em Berlim. Presidente do Fórum Permanente de Direito Comparado da EMERJ. Presidente da Comissão Brasil-Alemanha da OAB/RJ. Membro da Comissão de Arbitragem da OAB/RJ. Membro da Comissão de Direito Empresarial do Conselho Federal da Ordem dos Advogados do Brasil. Pesquisadora visitante no Max-Planck für ausländisches und internationales Privatrecht (Hamburg) e no Bundesverfassungsgericht (Tribunal Constitucional Alemão). Autora da coluna “German Report”, no Portal Migalhas.

Pedro Alves Lavacchini Ramunno: Bacharel, Mestre em Direito Comercial e Doutor em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Professor de Direito Empresarial da Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie. Advogado e árbitro.

Pedro Wöhlcke Thiengo: Advogado, especializado em direito societário e mercado de capitais. Assessor técnico da Presidência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Mestrando em Direito da Regulação na Fundação Getúlio Vargas.

Vinicius Dias Fonseca: Inspetor Federal na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Mestrando em Direito Comercial na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Graduado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

Vitor Camolesi Guimarães: Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. Advogado em São Paulo, atuante nas áreas de Direito Societário e Regulação de Mercado de Capitais.

Yuri C. R. Schramm: Doutorando em Direito Civil na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, com período sanduíche no Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht,

Hamburg. Master of Law and Business (MLB) pela Bucerius Law School (Hamburg) e pela WHU - Otto Beisheim School of Management (Düsseldorf). Mestre em Direito Civil pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (magna cum laude). Advogado.

SUMÁRIO

Entrevista: Karsten Schmidt.....	15
<i>Karina Nunes Fritz, Yuri Schramm, Colaboração especial de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França</i>	
“Boa-fé”, <i>Treu und Glauben</i> e história das ideias do Direito Comercial brasileiro	27
<i>Caio Azuirson, Diogo Camboim Pitta</i>	
Contratos de distribuição de gás e equilíbrio econômico: A (i) legalidade da cobrança por gás não utilizado sem previsão contratual.....	59
<i>Bruno Freixo Nagem</i>	
“ <i>Finfluencers</i> ”: Regulação de influenciadores digitais financeiros no mercado de capitais.....	83
<i>Vitor Camolesi Guimarães</i>	
<i>Twin Peaks</i> e a regulação financeira do novo século: Lições do Reino Unido	133
<i>Pedro Wohlcke Thiengo</i>	
<i>Law and Development of the Venture Capital Market</i>	161
<i>Gabriela Andrade Goés</i>	
A utilização em larga escala das reservas de lucro pelas companhias listadas no IBOVESPA: Uma análise do triênio 2021-2023.....	193
<i>Bruno Alves Martins</i>	
O instituto da falência e os clubes de futebol no Brasil.....	249
<i>Carlos Magno Faissal Nazareth</i>	

Fiança bancária na recuperação judicial: mudanças recentes no entendimento do STJ	293
---	-----

Caio de Magalhães Brega, Augusto Corazza Marques

Reflexões sobre a disciplina do controle do exercício do direito de voto: O caso da dissociação entre exposição econômica e direitos políticos dos acionistas	315
---	-----

Vinicius Dias Fonseca

<i>Esg-washing</i> no mercado de capitais: A (in)suficiência do modelo "pratique ou explique"	357
---	-----

Aline Paula de Barros, Pedro Alves Lacacchini Ramunno

ENTREVISTA: KARSTEN SCHMIDT

INTERVIEW: KARSTEN SCHMIDT

Karina Nunes Fritz (Humboldt Universität de Berlim)¹

Yuri Schramm (Universidade de São Paulo – USP)²

*Colaboração especial de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França
(Universidade de São Paulo – USP)³*

1. O senhor estudou direito em Kiel e Munique. Como era o clima na universidade durante sua época de estudante, principalmente em relação à chamada *Kieler Schule* (Escola de Kiel), grupo de acadêmicos alinhados ao nacional-socialismo? Quais professores mais o influenciaram?

É verdade que estudei tanto em Kiel quanto em Munique não apenas Direito, mas também — sem o objetivo de fazer exames

1 Doutora (summa cum laude) pela Humboldt Universität de Berlim (Alemanha). Prêmio Humboldt de melhor tese de doutorado na área de Direito Civil (2018). LL.M na Friedrich-Alexander Universität Erlangen-Nürnberg (Alemanha). Mestre em Direito Civil pela PUCSP. Professora, Advogada e Árbitra. Secretária-Geral da Deutsch-lusitanische Juristenvereinigung (Associação Luso-alemã de Juristas), sediada em Berlim. Presidente do Fórum Permanente de Direito Comparado da EMERJ. Presidente da Comissão Brasil-Alemanha da OAB/RJ. Membro da Comissão de Arbitragem da OAB/RJ. Membro da Comissão de Direito Empresarial do Conselho Federal da Ordem dos Advogados do Brasil. Pesquisadora visitante no Max-Planck für ausländisches und internationale Privatrecht (Hamburg) e no Bundesverfassungsgericht (Tribunal Constitucional Alemão). Autora da coluna “German Report”, no Portal Migalhas.

2 Doutorando em Direito Civil na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, com período sanduíche no Max-Planck-Institut für ausländisches und internationale Privatrecht, Hamburg. Master of Law and Business (MLB) pela Bucerius Law School (Hamburg) e pela WHU - Otto Beisheim School of Management (Düsseldorf). Mestre em Direito Civil pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (magna cum laude). Advogado.

3 Graduado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (1973), é mestre em Direito Comercial pela mesma instituição (1992), onde também concluiu doutorado em Direito Comercial (1998) e a livre-docência em Direito Comercial (2012). Professor sênior. Ex-Chefe do Departamento de Direito Comercial (2016-2019). Tem experiência na área de Direito, com ênfase em Direito Comercial, atuando principalmente no campo do Direito Societário.

finais, porém com grande entusiasmo — na Faculdade de Filosofia (Germanística e Anglística). Quanto à sua pergunta acerca do “clima na universidade” nos meus anos de estudante (1960–1965), gostaria de responder em duas partes. (a) De um modo geral, o clima nas universidades era bastante bom, especialmente para quem apreciava o universo acadêmico; só a partir de 1968, com a politização das universidades, é que as tradições acadêmicas começaram a se perder e isso provocou muita inquietação. (b) Você pergunta especificamente em relação à “Escola de Kiel”, referindo-se provavelmente à doutrina fascista associada à Faculdade de Direito de Kiel. Posso dizer que, após a Segunda Guerra Mundial, essa “Escola de Kiel” não existiu mais. Embora se soubesse de sua anterior existência, não se gostava muito de falar sobre ela. Os professores do período nazista ou haviam falecido ou deixado a universidade. Uma exceção foi Georg Dahm (1904–1963), um renomado professor de direito penal dos anos sombrios anteriores a 1945, que ainda lecionava e que, como pesquisador, havia se voltado para um campo completamente novo — o direito internacional. Nós sabíamos disso e nos admirávamos de ver como um penalista politicamente comprometido conseguiu se transformar em uma autoridade reconhecida internacionalmente logo nessa área. Talvez você espere que eu diga que achávamos esse cientista desagradável ou autoritário, mas suas aulas eram tão boas que raramente falávamos sobre seu passado político e ele não tentava doutrinar os estudantes.

Quanto aos professores que mais me influenciaram, devo dizer que foram mais os livros do que os professores em si, mesmo que seus autores não estivessem mais vivos, como Rudolf von Jhering (1818–1892). Oriundo do direito romano, Jhering encarava o direito como algo evolutivo (“ultrapassando o direito romano com o direito romano”). Vale realmente muito a pena estudar Jhering. Embora não aprecie tanto sua obra mais famosa — *Der Kampf ums Recht* (A luta pelo direito) —, a maioria dos seus trabalhos é cientificamente interessante, escrita com temperamento e frequentemente com um sutil humor. No centenário de seu falecimento, um pequeno grupo de estudiosos realizou um simpósio em sua casa em Göttingen e bebeu um barril

de vinho, assim como ele gostava de fazer. Tive a grande fortuna de participar. No auditório, durante meu duplo estudo, foram os filólogos que mais me marcaram, mais que os juristas.

2. Qual o papel de Levin Goldschmidt para a moderna ciência do direito comercial?

Levin Goldschmidt (1829–1897) foi tema frequente de meus estudos e publicações. Quando a ciência do direito comercial ainda era muito jovem, ele era seu decano e influenciou também a legislação comercial. Em vida, era uma autoridade incontestada. Em 1858, ele fundou a revista “ZHR”, frequentemente chamada de “GoldschmidtsZ” após sua morte e hoje editada por um triunvirato (Mathias Habersack, Wolfgang Schön e Karsten Schmidt). Pessoalmente, Goldschmidt demonstrava traços depressivos trágicos. Nas universidades, ele sofreu um pouco por suas origens judaicas e sua obra-prima — *Universalgeschichte des Handelsrechts* (História universal do direito comercial) — foi repetidamente iniciada e deixada inacabada.

3. Hermann Staub é conhecido no Brasil apenas pela figura da violação positiva do contrato. Qual foi o papel de Staub para o direito comercial alemão e por que ele nunca obteve uma cátedra de professor na Alemanha?

Hermann Staub também foi um jurista de origem judaica. Quando eu estudava, ele também era citado principalmente como o “inventor da violação positiva do crédito”. Provavelmente, ele não rejeitaria essa fama e a figura da “violação positiva do contrato” acabou sendo incorporada ao § 280 do BGB (versão de 2001). Mas o mérito permanente de Staub está mais no desenvolvimento do direito comercial e na invenção da técnica moderna dos comentários aos grandes diplomas legais (confira-se, nesse sentido, meu artigo publicado em: Henne et al. (coord.). *Anwalt, Kommentator,*

“Entdecker”. *Festschrift für Hermann Staub zum 150. Geburtstag*, 2006, p. 109 ss).

Até hoje, o grande comentário ao HGB (Código Comercial) leva o nome “Staub” e, acima de tudo, sob a ótica atual, ele revolucionou a típica técnica alemã de comentários artigo por artigo às grandes leis. Ele foi certamente o comercialista mais moderno na época do Império Alemão. Profissionalmente, ele atuava como advogado. Você pergunta por que ele nunca conseguiu uma cátedra na Alemanha. Talvez deseje saber se as universidades colocaram obstáculos por causa de sua origem judaica.

Não tenho conhecimento ao certo sobre isso, mas em minha biblioteca encontrei um volume notável que inclui um ensaio de Thomas Henne intitulado *Diskriminierungen gegen jüdische Juristen und jüdische Abwehrreaktionen im Kaiserreich – von Samuel zu Hermann Staub* (Discriminações contra ‘juristas judeus’ e reações de defesa judaicas no Império – de Samuel a Hermann Staub). Nesse texto, na página 17, está dito literalmente: “Em um homenagem a Staub publicada em jornal, o autor anônimo constatou secamente: a nomeação de Staub como professor titular na Universidade de Berlim, que chegou a ser cogitada, fracassou por motivos confessionais.” Segundo Henne, ele recusou a cátedra por não aceitar a condição de trocar de crença religiosa. Ao que parece, a discriminação foi de natureza religiosa, não racial.

Em minha biblioteca particular encontrei um volume notável que inclui, nas páginas 9 e seguintes, o ensaio de Thomas Henne intitulado *Diskriminierungen gegen ‘jüdische Juristen’ und jüdische Abwehrreaktionen im Kaiserreich - von Samuel zu Hermann Staub* (Discriminações contra ‘juristas judeus’ e reações de defesa judaicas no Império - de Samuel a Hermann Staub). Nesse texto, na página 17, está dito literalmente: “Em uma homenagem a Staub publicada em jornal, o autor anônimo constatou secamente: a nomeação de Staub como professor titular na Universidade de Berlim, que chegou a ser cogitada, fracassou por motivos confessionais.” Segundo Henne, portanto, a discriminação foi de natureza religiosa, não racial.

Essa afirmação de Henne soa como um alívio, embora ele imediatamente constate que, depois de Levin Goldschmidt até a morte de Staub em 1904, não houve nenhum professor titular não batizado na Faculdade de Direito de Berlim e que o antissemitismo partia da própria faculdade. No período do chamado “Sistema Althoff” (1889–1907), os funcionários do ministério não eram considerados antissemitas. Em todo caso, tive imensa alegria em participar da obra comemorativa aos 150 anos do nascimento desse grande homem, que faleceu há 121 anos durante uma operação no renomado hospital universitário Charité, em Berlim.

4. O senhor foi professor em Göttingen, Hamburgo e Bonn. De 2004 a 2012, foi presidente da Bucerius Law School. O que o motivou a mudar-se para a primeira Faculdade de Direito privada da Alemanha?

Minhas funções em Göttingen (2 anos), Hamburgo (20 anos) e Bonn (7 anos) faziam parte de minha atividade no serviço público em universidades estatais. A Bucerius Law School representa outro capítulo. Na verdade, não se pode dizer que eu tenha “trocado” de instituição. Essa mudança decorreu de minha atividade no conselho de uma fundação sem fins lucrativos, a ZEIT Stiftung Bucerius. Essa grande fundação gere o patrimônio de um renomado editor alemão (Dr. iur. Gerd Bucerius) desde seu falecimento e, nessa qualidade, fundei juntamente com outras pessoas a Bucerius Law School, que antigamente não existia. Vi ali a oportunidade de modernizar e internacionalizar o ensino jurídico e de fortalecer a Europa e a Alemanha enquanto polo do direito. Muitos colegas estranharam, mas nosso sucesso comprovou a assertividade da decisão. E por conta do programa de mestrado, temos regularmente estudantes brasileiros em nosso campus.

5. O Brasil não possui mais um Código Comercial desde 2002, quando grande parte de seu conteúdo — como o direito societário

— foi incorporado ao Código Civil sob influência do código italiano. Qual papel ainda tem um Código Comercial na ordem jurídica contemporânea? O direito comercial e o societário necessitam de um código específico?

Sobre a necessidade de um Código Comercial e/ou um Código de Sociedades, escrevo extensamente em meu livro *Handelsrecht* (6. ed. 2014, p. 3 ss). Considero essa uma questão complexa, com dimensões de política jurídica e sistemática, e entendo que cada país pode respondê-la de maneira diferente.

6. Em que medida o direito comercial constitui um ramo autônomo em relação ao direito civil?

Essa pergunta é igualmente fundamental. A resposta depende da função atribuída ao direito comercial. Tradicionalmente, encarava-se o direito comercial como um ramo especial do direito privado geral (“direito privado especial dos comerciantes”). Pessoalmente, espero do direito comercial uma contribuição para o “direito empresarial” (*Unternehmensrecht*). Não se trata apenas de regras jurídicas privadas especiais, paralelas ao direito civil, mas de uma decodificação da função da empresa (cf. meu manual *Handelsrecht*, p. 55 ss, 73 ss). Por isso, meu manual tem como subtítulo “Direito Empresarial I”. O manual de direito societário (*Gesellschaftsrecht*), que teve excelente acolhida na prática, deverá levar o subtítulo “Direito Empresarial II” assim que conseguir concluí-lo. Ambas as obras se complementam.

7. A Lei de Modernização do Direito das Sociedades de Pessoas (*Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts*-MoPeG) entrou em vigor em 2024. Trata-se de um marco no desenvolvimento do direito das sociedades de pessoas. Qual a importância de uma abordagem sistemática da sociedade civil (GbR) para todo o Direito Societário?

Sua questão sobre a MoPeG também é de suma importância. Se você gostar de textos densos, recomendo meu artigo publicado na revista ZHR 185 (1921), p. 16 ss. Em resumo, começo com uma abordagem sistemática: o direito societário distingue entre *Körperschaften* (“corporações”, ou seja, associações, sociedades por ações e sociedades cooperativas na Alemanha) e sociedades de pessoas (*Personengesellschaften*). Nossas leis descrevem a sociedade civil (*Gesellschaft bürgerlichen Rechts*) como base para todas as sociedades de pessoas (§ 705 BGB) e, acima, a sociedade em nome coletivo (*offene Handelsgesellschaft*) do § 105 HGB, a sociedade em comandita do § 161 HGB e, como sociedade interna (*Innengesellschaft*), a sociedade em conta de participação (*stille Gesellschaft*) do § 230. Essa técnica legislativa exige muito trabalho sistemático prévio e isso não foi muito bem feito na legislação de 1896 (BGB) e 1897 (HGB). Isso está bem melhor agora. Com razão, a MoPeG tem no título o termo “modernização” e não “reforma”, pois a lei realizou uma grande limpeza em um terreno ainda desordenado. Ela foi preparada através de decisões judiciais casuísticas e de grandes esforços jurídico-dogmáticos, dos quais participei.

8. Parte da doutrina comercial brasileira entende haver diferença radical entre os contratos comerciais e os contratos civis, de modo que os princípios e institutos gerais do direito das obrigações do Código Civil não se aplicariam aos contratos empresariais. Em que medida os contratos comerciais se diferenciam realmente dos tipos contratuais de direito privado?

Considero obsoleta essa separação categórica entre os negócios jurídicos “civis” e os “comerciais” em razão dos motivos mencionados na resposta à sexta questão. Evidentemente, existem relações jurídicas típicas do ambiente empresarial, como a conta corrente, regulada nos §§ 355 e seguintes do HGB, ou as operações de serviços financeiros (veja o meu *Handelsrecht*, p. 723 e 1146 ss.), mas isso não justifica a apontada diferenciação.

9. Law & Economics tem grande relevância no direito anglo-saxônico, mas enfrenta críticas na Alemanha. Por quê?

Law & Economics é um método que, nesse ínterim, tem sido levado a sério na Alemanha, mas não para questões que podem ser respondidas com a “dogmática jurídica” a partir do direito escrito. Acho que ambos os métodos têm seu devido lugar.

10. Quão uniforme é - ou pode ser - o direito societário na Europa? A MoPeG contribuiu para essa uniformização?

O direito societário europeu é hoje um amplo objeto de pesquisa. Na medida em que a União Europeia pode criar o direito através de seus próprios atos jurídicos (regulamentos), surge um direito uniforme nos Estados-membros. Diversamente se passa com a harmonização por meio de diretivas, pois essas exigem apenas que os Estados-membros alcancem uma “harmonização mínima”, o que faz com que o direito interno não fique totalmente homogêneo.

11. Nas últimas décadas, a Europa e, em especial, a Alemanha têm atribuído às empresas maior responsabilidade por violações a direitos humanos e por danos ambientais em suas cadeias de suprimentos globais. Trata-se, em última análise, de exigir que as empresas ajam não apenas com foco no lucro, mas também de forma sustentável?

Sua pergunta aponta para um grande debate. Há anos discute-se intensamente sobre o *corporate purpose* e alguns temem que o Estado, através de sanções e indenizações, force as empresas a cooperar para a salvação do planeta. O debate ainda está em curso.

12. A sociedade com patrimônio vinculado (*Gesellschaft mit gebundenem Vermögen* - GmbH-gebV) é uma variante planejada da Ltda (GmbH). Reformulada em 2021, foi incluída no contrato de coalizão celebrado entre os partidos que dão sustentação ao atual governo. Essa variante pode ser considerada um novo tipo societário no direito alemão?

Essa pergunta relaciona-se à tendência — também impulsionada pelos EUA — de criar formas societárias específicas para tarefas específicas. Sou cético em relação a isso. A GmbH-gebV é concebida como uma “sociedade sem fins lucrativos”. Há uma campanha a favor dela promovida por um ativo grupo de advogados e professores, sobretudo de Colônia, mas isso aumenta meu ceticismo.

13. Segundo o entendimento vigente no Brasil, os acionistas não têm direito a indenização direta contra a sociedade por prejuízos decorrentes de falhas informacionais. Recentemente, investidores da Petrobras sofreram nova derrota em um tribunal arbitral ao pleitear indenização por depreciação das ações devido a escândalo de corrupção ou falhas de informação. Sustenta-se nesses casos que o acionista sofreria apenas dano indireto, não indenizável. Como seria essa situação no direito alemão?

Se o prejuízo ocorrer na sociedade, o direito alemão prevê uma pretensão indenizatória contra os diretores (§ 93 II AktG). Não há ação direta dos acionistas prejudicados apenas de forma reflexa, mas existe o chamado procedimento de admissibilidade de ação (§ 148 AktG) em que uma minoria qualificada de acionistas pode obter decisão judicial permitindo que eles ajam em nome da sociedade. Mas o valor eventualmente pago pertence à sociedade. Na prática há relatos de que esse instrumento contribui muito pouco. Em outras situações, os tribunais lidam com frequência com danos reflexos. Talvez você conheça o caso do agricultor peruano Saúl Luciano Lliuya, que processou preventivamente a empresa alemã de energia RWE por risco

de inundação de sua casa em decorrência das mudanças climáticas. O Tribunal de Justiça (OLG) de Hamm julgou improcedente a ação por entender que o risco de inundação não estava suficientemente comprovado.

14. A arbitragem tem crescido exponencialmente no mundo. Recentemente, a Alemanha criou diversas *Commercial Courts*, nas quais os procedimentos serão realizados em inglês e, com isso, o legislador alemão quis tornar o país mais atrativo e competitivo internacionalmente enquanto foro jurisdicional e evitar que questões complexas continuem sendo decididas exclusivamente em arbitragens privadas. Quais são os riscos de o Estado perder o poder de dizer o direito em casos que envolvam relevantes questões econômicas e empresariais?

A meu ver, a arbitragem exerce, com razão, um notável papel nas disputas empresariais e comerciais. Na prática, há evidentemente variadas experiências com tribunais arbitrais sérios, mas também com outros pouco sérios. Eu, porém, vivenciei árbitros excelentes que resolveram disputas complexas com muita competência. Contra arbitrariedades, o nosso Código de Processo Civil (ZPO) oferece boa proteção na medida em que estabelece que os tribunais estatais devem, antes da execução, declarar a sentença arbitral como exequível (§ 1060 ZPO) e, além disso, eles podem anulá-la quando houver graves violações ao direito (§ 1059 ZPO). Sempre se discute, porém, se essa tutela é suficiente. Mas não posso ainda avaliar a utilidade das Cortes Comerciais como um instrumento substituto da arbitragem.

15. Dizem que o senhor é um excelente violinista. Ainda toca violino ou outro instrumento?

Não crie ilusões sobre minhas habilidades musicais. Eu toco violino desde os tempos de colégio e cheguei a participar de uma orquestra juvenil. Meu instrumento está sempre à mão em nosso

salão, mas há semanas que não o toco e quem já tentou tocar esse instrumento, sabe que produzir belos sons no violino é tarefa árdua. Quando falam do meu talento, costumo dizer: “Faço parte do exército de milhões de maus violinistas”. Muitos não acreditam, mas é a realidade.

“BOA-FÉ”, *TREU UND GLAUBEN* E HISTÓRIA DAS IDEIAS DO DIREITO COMERCIAL BRASILEIRO

*GOOD FAITH, TREU UND GLAUBEN AND HISTORY
OF IDEAS OF BRAZILIAN COMMERCIAL LAW*

Caio Azuirson (Universidade de São Paulo – USP)⁴

Diogo Camboim Pitta (Universidade de São Paulo – USP)⁵

Resumo:

A boa-fé objetiva tem uma história controversa nas fontes do Direito Privado brasileiro. Com fundamento na literatura comercialista do século XIX e início do século XX, o presente texto investiga a suposta origem da boa-fé objetiva no revogado art. 131 do Código Comercial brasileiro de 1850. Haveria, assim, uma norma expressa de boa-fé objetiva, equivalente ao que os alemães denominam de *Treu und Glauben*, na cultura jurídica do Brasil Imperial? Ao confrontar os entendimentos contemporâneos sobre a cláusula geral da boa-fé objetiva sob a égide do Código Civil de 2002, de nítida inspiração alemã, com a interpretação dada pelos comercialistas do século XIX ao preceito de boa-fé contido no Código Comercial de 1850, este texto defende a tese de que não se encontra propriamente uma norma de boa-fé objetiva no Código Comercial de 1850, mas que já havia algumas aproximações à evolução futura do conceito.

Palavras-chave: Boa-fé – História Comparada do Direito – Direito Comparado – Direito Comercial

4 Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito do Recife da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE). Advogado.

5 Mestre em Direito Civil pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com período de pesquisa no Instituto Max Planck de História e Teoria do Direito (Frankfurt am Main, Alemanha). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito do Recife da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE), com período de mobilidade acadêmica na Universidade de Tübingen Eberhard-Karls (Tübingen, Alemanha). Advogado.

Abstract:

The principle of good faith has a controversial history in the sources of Brazilian Private Law. Based on the Commercial Law Scholarship of the 19th and early 20th centuries, the present text investigates the alleged origin of the principle of good faith in the now revoked Section 131 of the Brazilian Commercial Code of 1850. Was there, therefore, an express principle of good faith, equivalent to the German concept of *Treu und Glauben*, in the legal culture of Imperial Brazil? By comparing the contemporary understandings of the general clause of good faith under the Brazilian Civil Code of 2002, which is clearly German-inspired, with the interpretation given by 19th-century Commercial Law scholars to the good faith norm contained in the Brazilian Commercial Code of 1850, this text defends the thesis that there was no principle of good faith in the Brazilian Commercial Code of 1850, but that there were already a certain level of approximation to the future evolution of the concept.

Keywords: Good faith – Comparative Legal History – Comparative Law – Commercial Law

Sumário: Introdução – I. Fontes e métodos de pesquisa – II. “Boa-fé” na história das ideias do Direito Comercial brasileiro – III. A redação do art. 131, inciso 1, do Código Comercial de 1850 – IV. “Boa-fé” na comercialística do século XIX e início do século XX – Conclusões.

INTRODUÇÃO

Considerada um dos pilares do Código Civil de 2002,⁶ a boa-fé objetiva tem uma história controversa nas fontes do Direito Privado brasileiro. A obra de Clóvis do Couto e Silva, antigo professor

6 Cf., e.g., “O constante valor dado à boa-fé constitui uma das mais relevantes diferenças entre o Código Civil de 1916 e o Código Civil de 2002, que o substituiu. [...] É a boa-fé o cerne em torno do qual girou a alteração de nossa Lei Civil [...]” (REALE, Miguel. A boa-fé no Código Civil. In: _____. *História do novo Código Civil*. São Paulo: Ed. RT, 2005, p. 247-248).

catedrático de Direito Civil da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), especialmente a sua tese de cátedra *A obrigação como processo*, apresentada em 1964, é considerada por muitos um marco para recepção da cláusula geral da boa-fé objetiva no Brasil.⁷ A consulta direta à obra do próprio Couto e Silva, no entanto, sugere uma fonte mais remota para a boa-fé objetiva no Brasil: o revogado art. 131 do Código Comercial de 1850.⁸

Até os dias atuais, a ideia de que o Código Comercial brasileiro de 1850 contemplava pioneiramente uma norma de boa-fé objetiva parece seduzir uma parcela relevante da literatura jurídica brasileira.⁹

7 Nesse sentido: “A ‘entrada’ das cláusulas gerais como conceito operacional na doutrina brasileira tem como marco a obra de Clóvis Veríssimo do Couto e Silva [...]” (RODRIGUES, JR., Otavio Luiz. *Direito Civil contemporâneo: estatuto epistemológico, Constituição e direitos fundamentais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 7; “Parece-me que, na doutrina brasileira, o primeiro autor a tratar a boa-fé na acepção objetiva, dela alcançando virtualidades até então só examinadas na doutrina e na jurisprudência alemãs, foi Clóvis do Couto e Silva, em sua tese de cátedra, [...], posteriormente editada como *A obrigação como processo*, aqui tantas vezes citada.” (MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado: sistema e tópica no processo obrigacional*. São Paulo: RT, 1999, p. 421); “Couto e Silva é considerado um dos mais importantes civilistas brasileiros do século XX [...] ele, que falava alemão fluentemente e mantinha inúmeros contatos acadêmicos e amizades com a Alemanha, foi quem disseminou a literatura alemã sobre o princípio da boa-fé objetiva no Brasil, a partir da década de 1960 e, por isso, hoje é considerado o pai fundador dessa doutrina [a da boa-fé objetiva] no país.” (SCHMIDT, Jan Peter. *Zivilrechtskodifikation in Brasilien. Strukturfragen und Regelungsprobleme in historisch-vergleichender Perspektive*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2009, p. 72); “O princípio da boa-fé foi introduzido no Brasil pelos estudos do Prof. CLÓVIS DO COUTO E SILVA.” (AGUIAR JR, Ruy Rosado de. *Extinção dos contratos por incumprimento do devedor*. Rio de Janeiro: AIDE Editora, 2003, p. 241).

8 Cf. “O princípio da boa-fé, no Código Civil brasileiro, não foi consagrado, em artigo expresse, como regra geral, ao contrário do Código Civil alemão. Mas o nosso Código Comercial incluiu-o como princípio vigorante no campo obrigacional e relacionou-o também com os usos de tráfico.” (COUTO E SILVA, Clóvis do. *A obrigação como um processo*. Rio de Janeiro: FGV, 2006, p. 33).

9 Cf., e.g., “[...] eu gostaria de ter sido um dos primeiros doutrinadores a divulgar o papel da boa-fé objetiva, mas acho que não fui. Também não acho que esse papel seja próprio do professor Clóvis do Couto e Silva, como dizem os gaúchos. Na verdade, havia uma antiquíssima tradição da boa-fé objetiva no Direito Comercial, com afirmações legislativas de alvarás régios do tempo de Dom João VI. Ademais, havia também a previsão da boa-fé objetiva, para interpretação contratual, no velho Código Comercial de 1850.” (JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio. Entrevista. *Revista Trimestral de Direito Civil*, v. 9, n. 34, p. 299-308, abr-jun. 2008, p. 303-304); “[...] A doutrina brasileira, de maneira geral, saudou com entusiasmo este dispositivo, a ele se referindo como a

Haveria, assim, realmente, uma norma de boa-fé objetiva, equivalente à fórmula *Treu und Glauben*¹⁰ dos famosos §§ 157¹¹ e 242¹² do Código Civil alemão [*Bürgerliches Gesetzbuch — BGB*], no Código Comercial de 1850? O art. 131 contém uma série de normas de hermenêutica contratual, dentre elas, a regra da prevalência “[d]a inteligência simples e adequada, que for mais conforme à boa fé, e ao verdadeiro espírito e natureza do contrato” em face da “rigorosa e restrita significação das palavras”.¹³

consagração da chamada boa-fé objetiva, já anteriormente albergada pelo Código de Defesa do Consumidor e, antes deste, na verdade, pelo Código Comercial de 1850 [...]” (LUCCA, Newton de. Normas de interpretação contratual no Brasil. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, v. 101, p. 181-227, jan.-dez. 2006, p. 196); “A boa-fé objetiva não é uma ‘criação’ do codificador de 2002. No Direito brasileiro, tem-se regra expressa sobre o que os alemães denominam de *Treu und Glauben* desde 1850, bem antes do *BGB* positivá-la em seu famoso § 242. Trata-se do art. 131 do Código Comercial, cuja redação é uma prova eloquente do refinamento da cultura jurídica do Império do Brasil [...]” (RODRIGUES JR., Otavio Luiz. A revisão judicial dos contratos de consumo. In: GOUVEIA, Jorge Bacelar; SILVA, Heraldo de Oliveira (Orgs.). *I Congresso Luso-Brasileiro de Direito*. Coimbra: Almedina, 2014, p. 55).

10 “Embora *Treu* suscite a ideia de fidelidade, e *Glauben*, a de crença ou confiança, uma vez associadas passam a significar o que, em português, designa-se também por um sintagma — boa-fé” (GOMES, Elena de Carvalho. *Entre o actus e o factum*: os comportamentos contraditórios no Direito Privado. Belo Horizonte: Del Rey, 2009, p. 19).

11 No original, “§ 157. *Auslegung von Verträgen. Verträge sind so auszulegen, wie Treu und Glauben mit Rücksicht auf die Verkehrssitte es erfordern.*” Em tradução livre, “§ 157. Interpretação dos contratos. Os contratos devem ser interpretados tal como o exige a boa-fé, com consideração pelos costumes do tráfico.”

12 No original, “§ 242. *Leistung nach Treu und Glauben. Der Schuldner ist verpflichtet, die Leistung so zu bewirken, wie Treu und Glauben mit Rücksicht auf die Verkehrssitte es erfordern.*” Em tradução livre, “§ 242. Prestação conforme à boa-fé. O devedor está adstrito a cumprir a prestação tal como o exija a boa-fé, com consideração pelos costumes do tráfico.”

13 *In verbis*: “Art. 131 - Sendo necessário interpretar as cláusulas do contrato, a interpretação, além das regras sobreditas, será regulada sobre as seguintes bases:

1 - a inteligência simples e adequada, que for mais conforme à boa fé, e ao verdadeiro espírito e natureza do contrato, deverá sempre prevalecer à rigorosa e restrita significação das palavras;

2 - as cláusulas duvidosas serão entendidas pelas que o não forem, e que as partes tiverem admitido; e as antecedentes e subseqüentes, que estiverem em harmonia, explicarão as ambíguas;

3 - o fato dos contraentes posterior ao contrato, que tiver relação com o objeto principal, será a melhor explicação da vontade que as partes tiverem no ato da celebração do mesmo contrato;

Este texto propõe revisitar a tradição do Direito Comercial brasileiro, especialmente a literatura comercialista novecentista, sobre o referido dispositivo do Código Comercial. O objetivo é confrontar a compreensão contemporânea sobre a cláusula geral da boa-fé objetiva sob a égide do Código Civil de 2002, de nítida inspiração alemã,¹⁴ com a interpretação dada pelos comercialistas do século XIX ao preceito de “boa-fé” contido no Código Comercial de 1850.

I. FONTES E MÉTODOS DE PESQUISA

No item IV deste trabalho, buscou-se inventariar a comercialística brasileira do século XIX e início do XX acerca da “boa-fé” no Direito Comercial. Para os fins desta pesquisa, tomou-se a decisão de delimitar a investigação à revisão de literatura. Com isso, deixou-se de lado, por exemplo, a investigação empírica sobre uma eventual utilização do argumento jurídico da “boa-fé” na práxis jurídica dos Tribunais de Comércio do Império do Brasil (1850-1875).¹⁵

No processo de inventário da comercialística brasileira, privilegiou-se a consulta das edições mais antigas das obras selecionadas em detrimento de edições mais recentes ou atualizadas. As reproduções de textos históricos conservaram a grafia da época.

4 - o uso e prática geralmente observada no comércio nos casos da mesma natureza, e especialmente o costume do lugar onde o contrato deva ter execução, prevalecerá a qualquer inteligência em contrário que se pretenda dar às palavras;

5 - nos casos duvidosos, que não possam resolver-se segundo as bases estabelecidas, decidir-se-á em favor do devedor.”

14 Já houve, inclusive, quem afirmasse, diante da inegável influência alemã sobre a doutrina brasileira, que a “boa-fé fala alemão” (ANDRADE NEVES, Julio Gonzaga. *A Suppresio (Verwirkung) no Direito Civil*. São Paulo: Almedina, 2016, p. 35). Há também a menção, na doutrina brasileira contemporânea, da cláusula geral da boa-fé objetiva como um “típico produto jurídico” alemão, que teria sido importado pelo ordenamento jurídico brasileiro, cf. GOMES, Elena de Carvalho. Sobre a cláusula geral de boa-fé e sua abordagem por Pontes de Miranda no ‘Tratado de Direito Privado’. *Rivista Roma e America*, v. 35, p. 331-346, 2014, p. 335.

15 Sobre os Tribunais de Comércio do Império, cf. LIMA LOPES, José Reinaldo de. A formação do Direito Comercial brasileiro: a criação dos Tribunais de Comércio do Império. *Cadernos Direito GV*, v. 4, p. 5-70, 2007.

Por fim, na apresentação das obras pesquisadas, seguiu-se a ordem cronológica.

II. “BOA-FÉ” NA HISTÓRIA DAS IDEIAS DO DIREITO COMERCIAL BRASILEIRO

As primeiras referências à “boa-fé” na tradição do Direito Comercial brasileiro são anteriores ao Código Comercial de 1850. José da Silva Lisboa, o Visconde de Cairu, muitas vezes denominado “pai” do Direito Comercial brasileiro,¹⁶ referia-se à “boa-fé” em diversas passagens de sua obra *Princípios de Direito Mercantil e Leis de Marinha*. No primeiro tomo, relativo ao contrato de seguro marítimo, a “boa-fé” aparecia como “base de todos os contratos” e “ainda mais rigorosamente indispensável no do Seguro marítimo”.¹⁷ A validade do contrato de seguro dependia de ambos os contratantes estarem “na mais perfeita boa fé, e ignorancia do estado da cousa segurada, ao tempo do ajuste.”¹⁸ Nos demais tomos da obra de Cairu, há diversas menções ao sintagma da “boa-fé”, a exemplo de “Contractos de boa

16 “O Visconde de Cairu foi responsável pela compilação da legislação de diversos países em um tratado, os *Princípios de Direito Mercantil e Leis de Marinha*, um apanhado sistemático sobre Direito Mercantil em língua portuguesa, um embrião para a elaboração de um Direito Comercial no Brasil, dividido em oito tratados.” (BENTIVOGLIO, Julio. Elaboração e aprovação do Código Comercial brasileiro de 1850: debates parlamentares e conjuntura econômica (1832-1850). *Justiça & História*, v. 10, n. 5, p. 37-52, 2005, p. 8). O Visconde de Cairu seria o primeiro autor brasileiro a combinar profundo conhecimento da doutrina comercialista estrangeira à experiência do homem de Estado e a capacidade de encontrar, classificar e analisar a legislação comercialista especificamente nacional, cf. FORGIONI, Paula. *A evolução do Direito Comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. 5. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: RT, 2021, p. 29 e ss.

17 LISBOA, José da Silva. *Princípios de Direito Mercantil, e Leis de Marinha para uso da mocidade portugueza, destinada ao commercio, divididos em oito tratados elementares, contendo a respectiva legislação patria, e indicando as fontes originaes dos regulamentos maritimos das principaes praças da Europa: de ordem de Sua Alteza Real, o Principe Regente Nosso Senhor*. Lisboa: Impressão Regia, 1806, t. 1, p. 5.

18 LISBOA, José da Silva. *Princípios de Direito Mercantil, e Leis de Marinha...* cit., t. 1, p. 27.

fé”,¹⁹ “possuidor de boa fé”,²⁰ “pagar em boa fé”,²¹ “comprar em boa fé”,²² entre outras.

A conotação subjetiva dada à expressão “boa-fé” nos exemplos acima indicados, que até hoje integram o vocabulário do Direito brasileiro,²³ denuncia que o autor tratava, precipuamente, da boa-fé dita *subjetiva*. Isto é, a “boa-fé” não como uma norma de comportamento, padrão ou modelo de conduta, como é a boa-fé dita *objetiva*, mas sim como um estado de consciência do sujeito que ignora vícios ou impedimentos que maculam o seu direito.²⁴ Pelo fato de o sujeito crer estar agindo em conformidade com o Direito, o ordenamento jurídico acaba por proteger a sua boa-fé subjetiva.²⁵

19 Cf. LISBOA, José da Silva. *Princípios de Direito Mercantil, e Leis de Marinha...* cit., t. 2, 1812, p. 25.

20 Cf. LISBOA, José da Silva. *Princípios de Direito Mercantil, e Leis de Marinha...* cit., t. 3, 1812, p. 17.

21 Cf. LISBOA, José da Silva. *Princípios de Direito Mercantil, e Leis de Marinha...* cit., t. 4, 1811, p. 56.

22 Cf. LISBOA, José da Silva. *Princípios de Direito Mercantil, e Leis de Marinha...* cit., t. 5, 1811, p. 10.

23 Cf., e.g., arts. 164, 286, 307, 309, 523, 637, 686, 689, 856, 878, 879, 896, 925, 1.049, 1.149 et. al. do Código Civil de 2002.

24 Cf., e.g., “A expressão ‘boa-fé subjetiva’ denota estado de consciência, ou convencimento individual de obrar em conformidade ao Direito, sendo aplicável, em regra, ao campo dos direitos reais, especialmente em matéria possessória. Diz-se ‘subjetiva’ justamente porque, para a sua aplicação, deve o intérprete considerar a intenção do sujeito da relação jurídica, o seu estado psicológico ou íntima convicção. Antitética à boa-fé subjetiva está a má-fé, também vista subjetivamente como a intenção de lesar a outrem.” (MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado*: sistema e tópica no processo obrigacional... cit., p. 411); “A boa-fé objetiva constitui um modelo de conduta social ou um padrão ético de comportamento, que impõe, concretamente, a todo o cidadão que, na sua vida de relação, atue com honestidade, lealdade e probidade. Não se deve confundir com a boa-fé subjetiva (*‘guten Glauben’*), que é o estado de consciência ou a crença do sujeito de estar agindo em conformidade com as normas do ordenamento jurídico (v. g. posse de boa-fé, adquirente de boa-fé, cônjuge de boa-fé no casamento nulo).” (STJ, REsp 1.367.955/SP, 3ª T., rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino, j. 18.03.2014, DJe 24.03.2014).

25 Cf. “A boa-fé subjetiva serve para consolidar uma situação jurídica favorável ao agente (casamento putativo, usucapião com prazo curto) e para afastar um regime legal que lhe seria desfavorável (aquisição *a non domino*; hipoteca de bem financiado).” (AGUIAR JR., Ruy Rosado de. Proteção da boa-fé subjetiva. *Revista Ajuris* (Associação dos Juízes do Rio Grande do Sul), v. 39, n. 126, p. 187-234, jun. 2012, p. 226-227).

Para os fins desta pesquisa, porém, é a assim chamada “boa fé Mercantil” ou “boa fé do Commercio”, tal como aparece na obra de Cairu, que mais interessa para a compreensão do art. 131 do Código Comercial de 1850. Sobre a interpretação dos contratos comerciais, dispõe Cairu que:

Havendo dúvida sobre a intelligencia, e força de hum Contracto mercantil, deve-se interpretar a mente dos contrahentes segundo o uso, ou Estatuto da Praça, e Lugar em que se fez o mesmo contracto; e bem assim o juizo dos Commerciantes costumados a praticar essa espécie de negocio, ainda que alias as palavras do trato, ou escripto diversamente signifiquem: pois sempre a boa fé, e o estilo mercantil he que deve prevalecer, e reger, e não o estreito significado dos termos, e menos ainda as intelligencias cavilosas, e contrarias ao verdadeiro espirito do Contracto.²⁶

Essa noção de “boa-fé do Commercio”, que aparece na obra do Visconde de Cairu, também está presente em autores da comercialística portuguesa. José Ferreira Borges, redator do projeto do Código Comercial português de 1833, escreveu, em seu *Diccionario juridico-commercial*, que “á boa fé mercantil não se póde attribuir outra intenção, salvo de fazer o que se costuma na praça [...]”.²⁷ Para Ferreira Borges, “[...] um requisito é necessário e essencial a todos [os comerciantes], e é o ter o respeito o mais estricto á verdade, e boa fé, evitando a fraude e o engano, que são os destruidores do credito, base do commercio”.²⁸

Ao que tudo indica, esta noção, que está presente na obra de verdadeiros canônes da tradição comercialista luso-brasileira, guarda

26 LISBOA, José da Silva. *Principios de Direito Mercantil, e Leis de Marinha...* cit., t. 5, 1811, p. 4.

27 FERREIRA BORGES, José. *Diccionario juridico-commercial*. 2. ed. Porto: Typ. de Sebastião José Pereira, 1856, p. 211.

28 FERREIRA BORGES, José. *Diccionario juridico-commercial...* cit., p. 84.

correspondência conceitual com diversos alvarás do rei de Portugal para os comerciantes no século XVIII. Na tradição das Ordenações portuguesas, o comércio era tido como uma atividade degradante, alheia aos estratos nobres da sociedade. No período pombalino (1750-1777), foram editadas uma série de legislações que buscavam reverter tal cultura adversa ao desenvolvimento das atividades comerciais.²⁹

No Alvará de 13 de novembro de 1756, que disciplinava o problema das falências e criava o cargo de “Juiz Conservador Geral da Junta do Commercio”, foi dito que o rei busca o “bem comum do commercio [...] procurando restabelecer em benefício do mesmo commercio toda a boa fé, que nelle se faz indispensável”.³⁰ O Alvará de 30 de maio de 1759, que autorizava a “devesa dos Falidos que se apresentarem na Junta do Commercio”, mencionou a importância de “remover-se delle [o comércio] toda a fraude, ainda presumida, e consolidar a boa fé, que deve ser sempre inseparável dos verdadeiros Comerciantes”.³¹ Por sua vez, o Alvará de 16 de dezembro de 1771, que extinguiu o referido cargo de “Juiz Conservador Geral da Junta do Commercio”, substituindo-o por uma estrutura mais abrangente e complexa de jurisdição comercial, dispunha que:

[...] as decisões dos negocios mercantis costumão ordinariamente depender muito menos da sciencia especulativa das regras de Direito, e das Doutrinas dos Jurisconsultos, do que do conhecimento pratico, das Maximas, Usos e Costumes, que o manejo do Commercio, a necessidade, que ha de o livrar de embaraços, destructivos do seu continuo gyro; e a mutua, correspectiva boa fé, que só tem por util, e

29 Cf. MENEZES CORDEIRO, António. *Direito Comercial*. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2012, p. 91.

30 SILVA, Antonio Delgado da. *Collecção da Legislação Portuguesa desde a última compilação das Ordenações*. Legislação de 1750 a 1762. Lisboa: Typografia Maigrense, 1830, p. 450.

31 SILVA, Antonio Delgado da. *Collecção da Legislação Portuguesa desde a última compilação das Ordenações*. Legislação de 1750 a 1762... cit., p. 661-662.

solido fundamento dos seus interesses os verdadeiros,
e bons Negociantes. [...]”³²

Ora, tanto em Cairu quanto em Ferreira Borges quanto neste material legislativo, em todos esses casos, percebe-se que a alusão à “boa-fé” parece ganhar sentido sobretudo em antonímia ao dolo, à fraude, à astúcia, à cavilação; em suma, à “má-fé” no comércio. Embora ainda de base subjetiva, note-se, porém, que tal noção de “boa-fé do Commercio” se desprende da mera subjetividade (como é a boa-fé subjetiva *típica*, por exemplo, no campo do Direitos das Coisas) e já passa a ser aferida segundo parâmetros objetivos. Já em Cairu, agir conforme à “boa-fé” é respeitar os “usos do Commercio”, “o estilo das Praças, e dos Comerciantes cordatos”;³³ o que denota uma objetividade em detrimento de uma acepção puramente subjetiva.³⁴

Tinha, então, o preceito de “boa-fé” do art. 131 do Código Comercial brasileiro de 1850 sua fonte nesta tradição luso-brasileira pregressa, anterior ainda ao século XIX? Essa hipótese ganha plausibilidade quando se tem em conta que, no *Code de Commerce* francês de 1807, codificação paradigmática para a evolução do Direito Comercial de matriz europeia,³⁵ e notável modelo inspirador

32 SILVA, Antonio Delgado da. *Collecção da Legislação Portuguesa desde a última compilação das Ordenações*. Legislação de 1763 a 1774. Lisboa: Typografia Maignrense, 1829, p. 573.

33 LISBOA, José da Silva. *Principios de Direito Mercantil, e Leis de Marinha...* cit., t. 5, 1811, p. 15.

34 Nesse sentido: “[...] para [Cairu] os usos e costumes devem vir ligados à boa-fé; agir conforme à boa-fé é respeitar os usos e costumes do mercado, o *estyllo* comercial. Ou seja, os usos e costumes aportam uma objetividade que corrigiria o elemento subjetivo da boa-fé.” (FORGIONI, Paula. Apontamentos sobre algumas regras de interpretação dos contratos comerciais: Pothier, Cairu e Código Comercial 1850. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 141, p. 31-59, 2007, p. 39); “Ao se atrelar a um *standard* de comportamento empiricamente observável, a boa-fé comercial abandona rasgos de subjetivismo para aflorar como linha determinável e determinada de conduta.” (FORGIONI, Paula. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4. ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Ed. RT, 2018, p. 127).

35 “The code de commerce of 1807 made an important contribution to legal developments in Europe because, as a result of the *révolution*, it abolished the concept of commercial law as the law of a ‘merchant class.’” (FLUME, Johannes W. *Law and Commerce: The Evolution of Codified Business Law in Europe. Comparative Legal History*, v. 2, 2014, p. 53).

da codificação comercial brasileira,³⁶ não se encontra uma norma de “boa-fé” como critério interpretativo das obrigações comerciais.³⁷ O Código Comercial português, de 1833, por sua vez, contém várias normas de interpretação contratual muito semelhantes ao art. 131 do Código Comercial brasileiro de 1850, incluindo menção explícita à “boa-fé” como cânone interpretativo das declarações de vontade dos contratantes.³⁸

36 “O modelo inspirador [do Código Comercial brasileiro de 1850] fora diretamente o código francês de 1807, bem como os códigos espanhol (1829) e português (1833).” (LIMA LOPES, José Reinaldo de. *A formação do Direito Comercial brasileiro: a criação dos tribunais de comércio do Império...* cit., p. 24).

37 Para uma tradução do Código Comercial francês de 1807 para a língua portuguesa, ainda no século XIX, cf. LOUREIRO, Antonio José da Silva. *Código mercantil da França, traduzido do francez, e offerecido ao Muito Alto e Muito Poderoso Senhor D. Pedro I, Imperador Constitucional e Defensor Perpetuo do Imperio do Brasil*. Rio de Janeiro: Typ. Nacional, 1825.

38 *In verbis*: “Art. XVI – 256. As palavras dos contractos e convenções mercantis devem inteiramente entender-se segundo o estylo e uso recebido no commercio e no mesmo modo e sentido por que os negociantes se costumam explicar, posto que, d’ outra sorte entendidas, pudessem significar outra cousa.

Art. XVII – 257. A boa fé, a simples e justa interpretação, deduzida da vontade dos contrahentes, deve pravelecer sempre, na interpretação das convenções mercantis, ao rigoroso e estricto significado das palavras, sem se admittirem intelligencias cavillosas e contrarias ao verdadeiro espirito do contracto.

Art. XVIII – 258. Sendo necessario interpretar as clausulas do contracto, e, não se accordando as partes na resolução da duvida, a interpretação terá por base:

- 1.º as clausulas do mesmo contracto ajustadas e consentidas, que possam explicar as duvidosas;
- 2.º os factos dos contrahentes posteriores ao contracto, que tenham relação com a questão;
- 3.º o uso commun e practica geralmente observada nos casos da mesma natureza, e especialmente o costume do logar;
- 4.º o juizo de pessoas practicas no ramo de commercio relativo á duvida.

Art. XIX – 259. Ommitindo-se na redacção do contracto clausulas necessarias á sua execução, não se accordando as partes na explicação da sua vontade, presume-se haver-se sujeitado ao que é d’uso e practica em taes casos no logar da execução do contracto.

Art. XX – 260. Apresentando as partes diversos exemplares d’um mesmo contracto, em que interviera corretor, divergentes entre si, a duvida será explicada, ou a contradicção resolvida pelo assento do livro do corretor, sendo lançado em fórmula legal, e arrumado em regra.

Art. XXI – 261. Em caso de rigorosa duvida, que não possa resolver-se segundo as bases acima estabelecidas, decidir-se-há a favor do devedor.”

III. A REDAÇÃO DO ART. 131, INCISO 1, DO CÓDIGO COMERCIAL DE 1850

Tanto na redação do Código Comercial português de 1833, quanto no Código Comercial brasileiro de 1850 (e mesmo, como visto, na obra de Cairu), o conceito de “boa-fé” aparece associado ao “verdadeiro espírito do contrato” em oposição a um sentido rigoroso, literal ou estrito das palavras. À primeira vista, aos olhos atuais, tal dispositivo parece consubstanciar a regra de hermenêutica contratual que determina que, ao interpretar um contrato, deve-se ir além das aparências do texto escrito, atentando-se mais à intenção da declaração de vontade.

Era justamente esse o sentido atribuído à norma de boa-fé constante no Código Comercial de 1850 por autores brasileiros da primeira metade do século XX.

Para Pontes de Miranda, no sexto tomo do *Tratado de Direito Privado*, publicado originalmente em 1954:

O Direito brasileiro não possui a regra do § 242 do Código Civil alemão, segundo a qual o devedor deve cumprir a prestação como o exige a boa fé (= *Treu und Glauben*, ‘lealdade e confiança’), levando em consideração os usos. A regra do art. 131, 1, do Código Comercial, *verbis*, ‘inteligência simples e adequada, que fôr mais conforme à boa fé’, é regra para a interpretação dos atos jurídicos.³⁹

Em tomo anterior, quando tratava da interpretação dos atos jurídicos, o autor explicou com mais detalhes que “no art. 131, inciso 1, falou-se de boa-fé, mas apenas para se aludir ao sentido mais simples e mais adequado, que há de vir à frente do sentido literal (‘rigorosa

39 PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Atualizado por Otavio Luiz Rodrigues Jr., Tilman Quarch e Jefferson Carús Guedes. São Paulo: Ed. RT, 2012. t. 6, p. 108.

e estrita significação das palavras'). Tal sentido é o do costume e uso recebido do comércio (art. 130)."⁴⁰ Pontes de Miranda rememorou o teor do artigo anterior, o art. 130 do Código Comercial de 1850,⁴¹ justamente para explicar a prevalência dos usos e costumes do tráfico jurídico na regra da interpretação dos contratos segundo à "boa-fé".

Segundo Jair Lins, em texto de 1923, o princípio enunciado no inciso 1 do art. 131 do Código Comercial de 1850 nada mais seria do que a regra clássica de interpretação contratual que determina que, nas declarações de vontade, se atenderá mais à sua intenção do que ao sentido literal da linguagem.⁴²

Em suma, na explicação dada por estes autores brasileiros da primeira metade do século XX, o inciso 1 do art. 131 do Código Comercial de 1850 seria antes um precursor da atual regra do art. 112 do Código Civil de 2002⁴³ do que propriamente do art. 422,⁴⁴ dispositivo nuclear da boa-fé objetiva no Direito Privado brasileiro contemporâneo.

40 PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr. São Paulo: Ed. RT, 2012. t. 3, p. 421.

41 *In verbis*: "Art. 130 - As palavras dos contratos e convenções mercantis devem inteiramente entender-se segundo o costume e uso recebido no comércio, e pelo mesmo modo e sentido por que os negociantes se costumam explicar, posto que entendidas de outra sorte possam significar coisa diversa."

42 "[...] D'ahi a regra geral, que domina todas as outras de interpretação dos contractos: 'Nas declarações de vontade se atenderá mais á sua intenção que ao sentido literal da linguagem'. (Codigo Civil, art. 85) que é a reprodução do principio enunciado no art. 131, I, do nosso Codigo Comercial: 'A intelligencia simples e adequada, que for mais conforme a boa fé e ao verdadeiro espirito e natureza do contracto, devem sempre prevalecer á rigorosa e restricta significação das palavras' [...]" (LINS, Jair. Clausula 'rebus sic stantibus'. *Revista Forense*, v. 40, p. 512-516, jan.-jun. 1923, p. 512).

43 *In verbis*: "Art. 112. Nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem."

44 *In verbis*: "Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé."

IV. “BOA-FÉ” NA LITERATURA COMERCIALISTA DO SÉCULO XIX E INÍCIO DO SÉCULO XX

Mas o que diziam os intérpretes do Código Comercial de 1850 sobre a boa-fé do art. 131?

Braz Florentino Henriques de Souza (1856), em seu *Código Commercial do Imperio do Brasil anotado*, apresentou uma única nota de rodapé para explicar todos os incisos do art. 131, remetendo o leitor ao inciso 4 do art. 673 do Código Comercial, que versa sobre seguro marítimo e dispõe que “em caso de ambigüidade que exija interpretação, será esta feita segundo as regras estabelecidas no artigo n.º. 131.”⁴⁵

Joaquim José Pereira da Silva Ramos (1868), em seus *Apontamentos Jurídicos sobre os Contractos*, também não teceu nenhum comentário digno de nota sobre o art. 131, apenas se limitando a reproduzir o texto legal.⁴⁶

Salustiano Orlando de Araújo Costa (1886), o Conselheiro Orlando, por sua vez, ao anotar o inciso 1 do art. 131, conecta-o ao contrato de seguro marítimo, em especial ao inciso 3 do art. 673 do próprio Código Comercial de 1850, que previu que “o costume geral, observado em casos idênticos na praça onde se celebrou o contrato, prevalecerá a qualquer significação diversa que as palavras possam ter em uso vulgar”.⁴⁷ Segundo o Conselheiro Orlando, o inciso 1 do art. 131 teria correspondência no Direito Comparado com os já mencionados

45 HENRIQUES DE SOUZA, Braz Florentino. *Código Commercial do Imperio do Brasil*: anotado com as referencias dos diversos artigos do mesmo Codigo e dos respectivos Regulamentos entre si; assim como com os Decretos e Avisos expedidos até o presente, explicando ou additando algumas de suas disposições. Recife: Typ. de Santos & Companhia, 1856, p. 56.

46 RAMOS, Joaquim José Pereira da Silva. *Apontamentos Jurídicos sobre Contractos*. Rio de Janeiro: Eduardo & Henrique Laemmert, 1868, p. 60-61.

47 COSTA, Salustiano Orlando de Araujo. *Código Commercial do Imperio do Brazil*: anotado com toda a legislação do paiz que lhe e referente, com os arestos e decisões mais notaveis do tribunaes e juizes, concordado com a legislação dos paizes estrangeiros mais adiantados com um vasto e copioso appendice, tambem anotado, contendo não só todos os Regulamentos Commerciaes, como os mais recentes actos do Governo Imperial, quer sobre Bancos e Sociedades Anonymas, quer sobre impostos,

arts. 257 e 258 do Código Comercial português de 1833;⁴⁸ os arts. 248 e 249 do Código de Comércio da Espanha de 1829; o art. 296 do Código Comercial argentino de 1862; o item 1 do art. 296 do Código de Comércio do Uruguai de 1865; o art. 1379 do Código Comercial holandês de 1838; e, finalmente, o art. 1.156 do Código Civil francês de 1804. Sem maiores explicações, a anotação ao inciso 1 do art. 131 é também acompanhada de dois brocardos latinos: *plus valere quod agitur quàm quod concipitur* [em tradução livre: “O que é realizado vale mais do que o que é meramente concebido”] e *in conventionibus contrahentium voluntatem potius quam verba spectari placuit* [em tradução livre: “Nos contratos, deve-se atender mais à vontade das partes do que às palavras”].

Ainda no século XIX, Didimo da Veiga (1898) explicou que o inciso 1 do art. 131 tão somente estabeleceu regra de prevalência da intenção das partes em detrimento do sentido gramatical das palavras. Esse autor, por fim, também remeteu o leitor ao referido brocardo *in conventionibus contrahentium voluntatem potius quam verba spectari placuit*.⁴⁹

Manoel Ignácio Carvalho de Mendonça (1908), em sua *Doutrina e Prática das Obrigações*, afirmou que a legislação brasileira tratava pouco da interpretação dos contratos “e nisso só ha louvar”.⁵⁰ Para o autor, “num Codigo não devem ter lugar definições nem regras de interpretação das obrigações e contractos. Quando muito deve-se estabelecer que sejam interpretados de accôrdo com a bôa fé e os usos, *como fez o allemão*”.⁵¹ Pela primeira vez entre os comercialistas brasileiros, o inciso 1 do art. 131 do Código Comercial de 1850 foi

dispensando consultar-se a Collecção das Leis do Imperio. 4. ed. cuidadosamente rev., mais corr. e consideravelmente ampl. Rio de Janeiro: Laemmert, 1886, p. 83.

48 V. a Nota de Rodapé 46.

49 VEIGA, Didimo Agapito da. *Código Commercial commentado e posto ao par da doutrina, legislação e jurisprudencia modernas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Laemmert, 1898, p. 280.

50 MENDONÇA, Manoel Ignacio Carvalho de. *Doutrina e Prática das Obrigações ou Tratado Geral dos Direitos de Credito*. Curitiba: Imp. Paranaense, 1908, p. 739.

51 MENDONÇA, Manoel Ignacio Carvalho de. *Doutrina e Prática das Obrigações ou Tratado Geral dos Direitos de Credito*... cit., p. 739.

explicitamente relacionado aos §§ 157 e 242 do Código Civil alemão.⁵² Embora aproximasse o inciso 1 do art. 131 do Código Comercial de 1850 ao § 242 do *BGB*, a dimensão dada pelo autor à “boa-fé” se restringiu ao campo da interpretação e investigação da vontade das partes contratantes,⁵³ procedimento em todo assemelhado à doutrina que o antecedeu.

Segundo Manoel Ignácio, porém, as regras adotadas pelo Direito Comercial brasileiro em seu art. 131 teriam sua inspiração no Código Civil francês de 1804. Elas teriam sido adotadas, como consagradas pelo modelo francês, como “simples conselhos de doutrina e não como preceitos normativos”. Uma passagem da *Doutrina e Prática das Obrigações* é capaz de sintetizar o conselho do autor à praxis jurídico-comercial brasileira:

Nossa pratica do fôro tem-nos demonstrado que, ao contratarem, tendo só em vista o conjunto dos fins a que visam, as partes estipulam clausulas sobre as quaes mais tarde ellas proprias têm duvidas particulares. E’ ahi que se faz mister a capacidade do jurista para apreender o fim geral, a vontade dominante, afim de verificar a significação especial da clausula, então posta em duvida. Apesar de tudo, é preciso ter o juiz sempre em lembrança, quanto ás obrigações: a) que os contractos beneficos devem ser interpretados strictamente; b) que sobre as palavras devem prevalecer a intelligencia simples e adequada que fôr mais conforme à bôa fé e natureza do contracto; c) que os casos duvidosos se interpretam a favor do devedor.⁵⁴

52 Cf. MENDONÇA, Manoel Ignacio Carvalho de. *Doutrina e Prática das Obrigações ou Tratado Geral dos Direitos de Credito...* cit., p. 739.

53 MENDONÇA, Manoel Ignacio Carvalho de. *Doutrina e Prática das Obrigações...* cit., p. 739-740.

54 MENDONÇA, Manoel Ignacio Carvalho de. *Doutrina e Prática das Obrigações...* cit., p. 739-740.

Ingles de Souza (1910), em suas *Prelecções de Direito Commercial*, não mencionou a “boa-fé” ao explicar a sua teoria dos contratos comerciais.⁵⁵

Possivelmente a explicação mais extensa ao art. 131 é encontrada na obra de Bento de Faria (1918). Para esse autor, os incisos 1 a 5 do art. 131 são regras herdadas do Direito Romano, que haviam sido “magistralmente comentadas por Pothier” e que fornecem o critério “segundo o qual deve ser exercido o poder soberano de apreciação, afim de evitar que sejam abusivamente desnaturados ou sofismados os textos claros das convenções”.⁵⁶ São, por assim dizer, “princípios que devem guiar o juiz ou o jurisconsulto na interpretação dos contractos”. Com fundamento em autores franceses da época,⁵⁷ o autor fez um contraponto aberto à doutrina de Pothier, por meio da ressalva de que esses critérios são apenas conselhos dados ao juiz para auxiliá-lo em seu ofício, “e não regras imperativas e absolutas”.⁵⁸

Em seu comentário específico ao inciso 1 do art. 131, Bento de Faria não fez qualquer menção expressa à “boa-fé”. Limitou-se a destacar que “quando as partes contractantes claramente expressaram a sua intenção deixando perceber inequivocamente as suas vontades a ninguém é dado interpretar as clausulas que as traduzem (*interpretatio cessat in claris*)” e que “se a vontade das partes é que dá vida ao contracto, e assim sendo é obvio que a intenção real que dictou o contracto deve prevalecer sobre o sentido litteral das suas palavras”. É quando a vontade das partes for equívoca que “o juiz tem o direito de interpretar o contracto, e nessa tarefa deverá guiar-se antes pela intenção das

55 Cf. INGLEZ DE SOUZA, Herculano Marcos. *Direito Commercial* (prelecções professadas na Faculdade Livre de Sciencias Juridicas e Sociaes do Rio de Janeiro e compiladas pelo Bacharel Alberto Biolchini com revisão da cadeira). 2. ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1910.

56 BENTO DE FARIA, Antonio. *Codigo Commercial brasileiro*: anotado de accordo com a doutrina, a legislação e a jurisprudencia nacional e estrangeira e os principios e regras do Direito Civil. 2. ed. Rio de Janeiro: Jacinhto Ribeiro dos Santos, 1918, p. 121.

57 Bento de Faria remete o leitor ao § 115 da obra *Des obligations*, de A. Hudelot e Étienne Metman, cf. BENTO DE FARIA, Antonio. *Codigo Commercial brasileiro...* cit., p. 121.

58 BENTO DE FARIA, Antonio. *Codigo Commercial brasileiro...* cit., p. 121.

partes do que pela significação gramatical das palavras empregadas”, também remetendo o leitor ao brocardo latino *in conventionibus contrahentium voluntatem potius quam verba spectari placuit*.⁵⁹

José Xavier Carvalho de Mendonça nada disse sobre a “boa-fé” na primeira edição do seu *Tratado de Direito Commercial brasileiro* (1910).⁶⁰ Foi apenas em 1930, à ocasião da segunda edição da obra, que o autor comentou as funções do art. 131 do Código Comercial de 1850. Nesta segunda edição, o autor relacionou “a chamada *doutrina da prudencia commercial*, o modo de proceder no trafico mercantil, conjunto de principios que ensinam a dar effeito a escopos licitos sómente mediante meios licitos” a “grande dose que exerceram na formação do Direito Commercial os momentos ethicos (*Treu und Glauben, bona fides*).”⁶¹ “Esse poderoso factor”, segundo o autor, “manifesta-se em nosso Direito Commercial”, através dos arts. 142⁶² e 181,⁶³ que assinala as figuras do “*commerciante acautelado* e do *commerciante activo e probó*, e, no art. 131 n. 1., dá especial realce á bôa fé nos negócios jurídicos mercantis.”⁶⁴

Da práxis jurídica, é digna de registro a participação de Carvalho de Mendonça como advogado no famoso “caso da Companhia Nacional de Tecidos de Juta”, julgado pelo Supremo Tribunal Federal (STF) em

59 BENTO DE FARIA, Antonio. *Codigo Commercial brasileiro...* cit., p. 121.

60 Cf. CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Commercial brasileiro*. São Paulo: Cardozo Filho, 1910.

61 Cf. CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Commercial brasileiro*. 2. ed. Rio de Janeiro: Typog. do Jornal do Commercio, 1930, v. 1, p. 25 e ss.

62 *In verbis*: “Art. 142 - Aceito o mandato, o mandatário é obrigado a cumpri-lo segundo as ordens e instruções do comitente; empregando na sua execução a mesma diligência que qualquer comerciante ativo e probó costuma empregar na gerência dos seus próprios negócios.”

63 *In verbis*: “Art. 181 - O comissário é responsável pela perda ou extravio de fundos de terceiro em dinheiro, metais preciosos, ou brilhantes existentes em seu poder, ainda mesmo que o dano provenha de caso fortuito ou força maior, se não provar que na sua guarda empregou a diligência que em casos semelhantes empregam os comerciantes acautelados.”

64 CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Commercial brasileiro...* cit., p. 25.

1914.⁶⁵ O autor rememora a sua participação no caso em uma nota de rodapé no sexto volume da segunda edição do seu *Tratado de Direito Commercial brasileiro*.⁶⁶ O “caso da juta” opôs Ruy Barbosa, na defesa dos réus, Armando Álvares Penteado e a Companhia Paulista de Aniagaem, a Carvalho de Mendonça, como advogado da Companhia Nacional de Tecidos de Juta, a autora. Neste caso, que representou um marco na discussão da “boa-fé”, concorrência desleal e não-restabelecimento no Direito Comercial brasileiro,⁶⁷ discutiu-se a possibilidade de o réu Álvares Penteado, após ter alienado um estabelecimento industrial à autora, constituir posteriormente uma nova sociedade (a Companhia Paulista de Aniagaem) para atuar no mesmo ramo e na mesma região, atraindo para a nova companhia a clientela do estabelecimento alienado.

Curiosamente, Carvalho de Mendonça não recorreu à “boa-fé” do art. 131, mas sim ao disposto nos arts. 214⁶⁸ e 215⁶⁹ do Código

65 STF, Embargos em Apelação Cível 2.183/SP, rel. Min. Oliveira Ribeiro, Tribunal Pleno, j. 12.08.1914.

66 Cf. CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Commercial brasileiro*. cit., v. 6, p. 159.

67 Sobre o contexto histórico, os elementos descritivos, os fundamentos jurídicos e os legados ao Direito Comercial brasileiro do “caso da Juta”, cf. GRAU, Eros; FORGIONI, Paula. Cláusula de não-concorrência de não-restabelecimento. In: _____. *O Estado, a empresa e o contrato*. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 273-300; PEREIRA JR., Antonio Jorge. Boa-fé objetiva nos contratos empresariais: o caso da Cia Nacional de Tecidos de Juta. *Revista Jurídica - UNICURITIBA*, v. 3, n. 52, p. 68-85, 2018; GODOY, Arnaldo Sampaio de Moraes; FERRAZ, Daniel Amin. A cláusula de interdição de concorrência no Direito brasileiro e sua fundamentação histórica: o caso da Companhia dos Tecidos de Juta (1914). *Notas sobre seus reflexos normativos, doutrinários e jurisprudenciais. Revista Brasileira de Políticas Públicas*, v. 6, n. 3, p. 157-177, dez. 2016.

68 *In verbis*: “Art. 214 - O vendedor é obrigado a fazer boa ao comprador a coisa vendida, ainda que no contrato se estipule que não fica sujeito a responsabilidade alguma; salvo se o comprador, conhecendo o perigo ao tempo da compra, declarar expressamente no instrumento do contrato, que toma sobre si o risco; devendo entender-se que esta cláusula não compreende o risco da coisa vendida, que, por algum título, possa pertencer a terceiro.”

69 *In verbis*: “Art. 215 - Se o comprador for inquietado sobre a posse ou domínio da coisa comprada, o vendedor é obrigado à evicção em juízo, defendendo à sua custa a validade da venda; e se for vencido, não só restituirá o preço com os juros e custas do processo, mas poderá ser condenado à composição das perdas e danos conseqüentes, e até às penas criminais, quais no caso couberem. A restituição do preço tem lugar, posto que a coisa vendida se ache depreciada na quantidade ou na qualidade ao tempo

Comercial de 1850 para defender uma cláusula implícita de não restabelecimento. Analogicamente à disciplina da evicção, segundo Carvalho de Mendonça, o alienante está obrigado a garantir ao comprador que não haja turbacção na posse, não só em relação a terceiros, mas também quanto a fato próprio. Na medida em que passou a concorrer com o alienatário, o alienante turbava e ameaçava a posse plena dos compradores. Ruy Barbosa, por sua vez, argumentou que, no contrato firmado, não havia qualquer disposição expressa acerca da transmissão da clientela e que quaisquer restrições de direitos, em desprestígio ao “princípio soberano da livre concorrência”, exigiriam cláusula expressa.

Se a posição de Ruy Barbosa acabou por prevalecer à época, disposição atualmente vigente do Código Civil de 2002, porém, aponta para solução próxima à defendida por Carvalho de Mendonça em 1914 ao prever uma cláusula de não restabelecimento implícita nos contratos de alienação de estabelecimento empresarial.⁷⁰

CONCLUSÕES

Diante de todo o exposto, tem-se que, na doutrina comercialista do século XIX e início do século XX, são escassas as referências dignas de nota à “boa-fé” do art. 131 do Código Comercial de 1850. Além disso, o tema não parece ter sido objeto de maiores preocupações doutrinárias, visto que não foi encontrada qualquer obra monográfica que tivesse a “boa-fé” por objeto específico.⁷¹ Com efeito, parece

da evicção por culpa do comprador ou força maior. Se, porém, o comprador auferir proveito da depreciação por ele causada, o vendedor tem direito para reter a parte do preço que for estimada por arbitradores.”

70 *In verbis*: “Art. 1.147. Não havendo autorização expressa, o alienante do estabelecimento não pode fazer concorrência ao adquirente, nos cinco anos subsequentes à transferência.”

71 Nesse sentido: “No Direito Comercial, em que pese a presença, no Código Comercial de 1850, de preceito legal explícito versando a boa-fé na função de cânone hermenêutico, a doutrina também não se detinha sobre o tema: nenhuma monografia foi então encontrada que tivesse como objeto, a análise específica da boa-fé, sequer como norma de interpretação, como estava, com todas as letras, no art. 131 [...]”

acertada a observação de Couto e Silva, em trabalho posterior a *A obrigação como processo*, de que não se deu maior valor ao princípio da boa-fé no século XIX e que os comentaristas do Código Comercial de 1850 não se referem à possibilidade de a “boa-fé” constituir fonte autônoma de direitos e obrigações.⁷² Também nesse sentido, para Judith Martins-Costa, a alusão à “boa-fé” como cânone hermenêutico dos contratos no Código Comercial de 1850 “jamais desempenhou funções de cláusula geral”.⁷³

Registre-se, ainda, que não há, na comercialística brasileira do século XIX e início do século XX, qualquer associação entre a “boa-fé” e a revisão judicial dos contratos, a imposição de deveres anexos ou de deveres de proteção pré-contratuais, ou a limitação ao exercício de direitos subjetivos, a exemplo da proibição do *venire contra factum proprium*, que constituíram as principais (e polêmicas) áreas de aplicação da boa-fé objetiva no século XX.⁷⁴ Tampouco há menção à “boa-fé” como uma “cláusula geral” do Direito Privado, tal como desenvolvida pela doutrina e jurisprudência alemãs do pós-guerra, que atua para flexibilizar, atenuar e contemporizar, a rigidez da autonomia privada.⁷⁵

(MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado*: critérios para a sua aplicação. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 11).

72 Cf. COUTO E SILVA, Clóvis do. O princípio da boa-fé no Direito brasileiro e português. In: ALMEIDA COSTA, Mário Júlio; CAETANO, Marcello; COUTO E SILVA, Clóvis do; MOREIRA ALVES, José Carlos; (Orgs.). *Estudos de Direito Civil Brasileiro e Português* (I Jornada Luso-Brasileira de Direito Civil). São Paulo: RT, 1980, p. 60.

73 Cf. MARTINS-COSTA, Judith. *Os campos normativos da boa-fé objetiva*: as três perspectivas do Direito Privado brasileiro. In: AZEVEDO, Antonio Junqueira; TÔRRES, Heleno Taveira; CARBONE, Paolo (Coords.). *Princípios do Novo Código Civil e Outros Temas*: Homenagem a Tullio Ascarelli. São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 390.

74 Sobre os principais campos de aplicação da boa-fé objetiva, cf. SCHMIDT, Jan Peter. Die Rezeption deutschen Rechtsdenkens in Brasilien am Beispiel der Lehre von Treu und Glauben. In: GRUNDMANN, Stefan; BALDUS, Christian; LIMA MARQUES, Claudia et. al. (Orgs.). *Altruistische Rechtsgeschäfte sowie Methoden- und Rezeptionsdiskussionen im deutsch-lusitanischen und internationalen Rechtsverkehr*. Baden-Baden: Nomos, 2014, p. 193-194.

75 Cf. MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado*: critérios para a sua aplicação... cit., p. 135.

Se fazer tábula rasa da história da cultura jurídica brasileira é um erro grave, como seria afirmar que a boa-fé objetiva é uma “criação” do codificador de 2002, também o é a valorização artificial da História do Direito. Na perspectiva desta pesquisa, houve uma tentativa de emprestar tardiamente um novo sentido ao dispositivo do inciso 1 do art. 131 do Código Comercial brasileiro de 1850. Ou melhor, uma leitura anacrônica do dispositivo, sustentada por juristas brasileiros da segunda metade do século XX,⁷⁶ parece ter servido sobretudo para legitimar a recepção da boa-fé objetiva ao estilo do § 242 do BGB no ordenamento jurídico brasileiro. O que teria ocorrido, mais especificamente, é algo bastante característico da própria cultura jurídica luso-brasileira: o chamado “bartolismo”, isto é, quando normas pertencentes ao sistema jurídico nacional são reinterpretadas à luz dos conceitos e teorias jurídicas elaboradas por juristas estrangeiros.⁷⁷

Na articulação entre História do Direito e Dogmática Jurídica,⁷⁸ parece ser mais adequada a tese de que não se encontra propriamente

76 Nesse sentido: “No Código Comercial de 1850, no artigo 131, 1º, encontra-se, no tocante à interpretação dos contratos, norma onde, em verdade, aparece a boa-fé [...]. É de se notar, porém, que esse dispositivo que se apresenta com a natureza de cláusula geral, até época relativamente recente foi tido como simples princípio de hermenêutica que se baseia na boa-fé subjetiva. Só mais recentemente se tem salientado que, nesse dispositivo do Código Comercial, aparece a boa-fé objetiva.” (MOREIRA ALVES, José Carlos. A boa-fé objetiva no sistema contratual brasileiro. *Rivista Roma e America*, n. 7, p. 187-204, 1999, p. 194)

77 “[...] *empregar conceitos jurídicos formulados sobre e para o Direito estrangeiro como forma de construção do Direito nacional não implicaria sobrepor ao Direito nacional uma camada conceitual que desfigura o seu sentido?* Essa questão tem sido tratada, com efeito, por alguns autores no Direito português e brasileiro sob o nome de *bartolismo*.” (METTLACH-PINTER, João Carlos. *Summa divisio do Direito Civil patrimonial*: estrutura, sistematização e sentido da distinção entre direitos reais e obrigacionais. Curitiba: Juruá, 2023, p. 40); “[...] o gosto [...] em argumentar com as opiniões de autores e textos estrangeiros em confronto e complementação do Direito nacional” (COUTO E SILVA, Clóvis do. O Direito Civil brasileiro em perspectiva histórica e visão de futuro. *Revista de Informação Legislativa*, v. 25, n. 97, p. 163-180, jan.-mar. 1988, p. 172); “A expressão ‘bartolismo’, na acepção que lhe foi emprestada por Clóvis do Couto e Silva, indica o fato de as sentenças judiciais refletirem as opiniões de autores nacionais e de outros países, ‘como se existisse ainda um ‘Direito Comum’, supranacional’.” (MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado: sistema e tópica no processo obrigacional...* cit., p. 241).

78 Sobre as tensões entre Dogmática Jurídica e História do Direito, cf. SEELAENDER, Aírton Cerqueira-Leite. A História do Direito contemporâneo: um projeto possível?.

uma norma de boa-fé objetiva no Código Comercial de 1850, mas já havia algumas aproximações à evolução futura do conceito.⁷⁹ Afinal, nem sequer na Alemanha o conceito de boa-fé objetiva, em seus contornos atuais, existia no século XIX, tendo assumido o perfil específico de “cláusula geral” apenas nas primeiras décadas do século XX.⁸⁰

No entanto, na Alemanha, sobretudo pela conexão histórica entre “boa-fé” e “costumes do tráfico”, reconhece-se o papel histórico do Direito Comercial no desenvolvimento do conceito contemporâneo de boa-fé objetiva.⁸¹ Ora, os “costumes do tráfico” estão na própria literalidade dos §§ 157 e 242 do *BGB*.⁸² No caso brasileiro, o Código Civil de 2002 prevê explicitamente que os negócios jurídicos devam ser combinadamente interpretados conforme a “boa-fé” e os “usos do lugar de sua celebração”.⁸³ Os usos e costumes do tráfico jurídico continuam, portanto, a desempenhar um papel relevante na diminuição da vagueza semântica inerente a um tipo normativo como a “boa-fé”.

Ocorre que a regra hermenêutico-integrativa dos usos e costumes do tráfico jurídico, tal como já amplamente desenvolvida pelo Direito

Revista da Faculdade de Direito da UFRGS, n. 36, p. 20-35, ago. 2017, p. 26 e ss.

79 Nesse sentido: “[...] Uma acepção nuançada ao princípio da boa-fé, a meio caminho da acepção subjetiva e da objetiva, já havia sido plasmada pelo Código Comercial de 1850 que tomara a boa-fé como cânone hermenêutico. Nesse caso, o ‘estado de crença legítima’ se desprende da mera subjetividade (como está a boa-fé, por exemplo, no campo dos Direitos Reais) e é averiguado segundo parâmetros objetivos, v.g., segundo o que ocorre habitualmente em determinado setor do mercado.” (MARTINS-COSTA, Judith; BENETTI, Giovana. Comentário ao artigo 2º, inciso II: o princípio da “boa-fé do particular perante o poder público”. In: MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro (Coords.). *Direito Privado na Lei da Liberdade Econômica: Comentários*. São Paulo: Almedina, 2022, p. 79.)

80 Cf. AUER, Marietta. *Materialisierung, Flexibilisierung, Richterfreiheit: Generalklauseln im Spiegel der Antinomien des Privatrechtsdenkens*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, p. 115 e ss.

81 Cf. MENEZES CORDEIRO, António. *Da boa fé no Direito Civil*. Coimbra: Almedina, 2017, p. 314 e ss.

82 V. as Notas de Rodapé 10 e 11 desta pesquisa.

83 *In verbis*: “Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.”

Comercial novecentista, era um argumento dogmático que preservava os espaços de auto-organização do tráfego jurídico-privado, como expressão da “vontade comum das partes” ou da “natureza do contrato”, salvaguardando-o da intervenção externa do Estado-juiz.⁸⁴ Nas primeiras décadas do século XX, observou-se uma tendência de inversão na literatura jurídica alemã, no sentido de submeter os usos e costumes do tráfego *heteronomamente* às exigências da “boa-fé”.⁸⁵

Já nos anos 1960, no manual de Direito das Obrigações de Karl Larenz, que exerceu enorme influência sobre a obra de Couto e Silva,⁸⁶ ficava claro que, no processo de concretização do sentido da boa-fé objetiva do § 242 do *BGB*, os usos e costumes do tráfego jurídico são de particular importância, embora também se deva investigar se estes estão de acordo com as “exigências supremas da boa-fé”.⁸⁷

84 “O conceito de ‘costumes do tráfego’ pode ser rastreado até os usos e costumes do Direito Comercial. Estes foram considerados pela doutrina do Direito Comercial, predominante na época e pela jurisprudência correspondente [...], como uma expressão da vontade comum das partes. [...] À primeira vista, portanto, parece estranho que os costumes do tráfego, como a personificação da vontade das partes e da autonomia privada, não tenham encontrado um terreno fértil em uma sociedade que lutava por liberdade por volta de 1900.” (AL-SHAMARI, Nadia. *Die Verkehrssitte im § 242 BGB: Konzeption und Anwendung seit 1900*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, p. 208, 209).

85 “Antes disso, ainda não se havia pensado em termos de uma contradição normativa entre ‘boa-fé’ e ‘costumes do tráfego’. [...] Os costumes tráfego deveriam apenas canalizar a boa-fé, mas não a reger.” (DUVE, Thomas; HAFERKAMP, Hans-Peter. § 242. *Leistung nach Treu und Glauben*. In: ZIMMERMANN, Reinhard; RÜCKERT, Joachim; SCHMOECKEL, Mathias (Orgs.). *Historisch-kritischer Kommentar zum BGB. Schuldrecht: Allgemeiner Teil §§ 241-432*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2007, v. 2, p. 304, 332).

86 Cf. “Entre os estrangeiros, freqüentemente citados nesta exposição e absolutamente indispensáveis, estão Esser (*Schuldrecht*) e Larenz (*Lehrbuch des Schuldrechts*). A Parte Geral e o Direito das Obrigações dos grandes comentários alemães, sobretudo os de Staudinger e de Planck, foram-nos de grande valia, bem como os *Motive* do Código Civil alemão.” (COUTO E SILVA, Clóvis do. *A obrigação como processo...* cit., p. 22.)

87 LARENZ, Karl. *Lehrbuch des Schuldrechts*. Allgemeiner Teil. 5. ed. rev., atual. e ampl. Berlin/München: C.H. Beck, 1962, v. 1, p. 100-101.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIAR JR, Ruy Rosado de. *Extinção dos contratos por incumprimento do devedor*. Rio de Janeiro: AIDE Editora, 2003.

_____. Proteção da boa-fé subjetiva. *Revista Ajuris* (Associação dos Juízes do Rio Grande do Sul), v. 39, n. 126, p. 187-234, jun. 2012.

AL-SHAMARI, Nadia. *Die Verkehrssitte im § 242 BGB: Konzeption und Anwendung seit 1900*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2006.

ANDRADE NEVES, Julio Gonzaga. *A Suppresio (Verwirkung) no Direito Civil*. São Paulo: Almedina, 2016.

AUER, Marietta. *Materialisierung, Flexibilisierung, Richterfreiheit: Generalklauseln im Spiegel der Antinomien des Privatrechtsdenkens*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005.

BENTIVOGLIO, Julio. Elaboração e aprovação do Código Comercial brasileiro de 1850: debates parlamentares e conjuntura econômica (1832-1850). *Justiça & História*, v. 10, n. 5, p. 37-52, 2005

BENTO DE FARIA, Antonio. *Codigo Commercial brasileiro: anotado de accordo com a doutrina, a legislação e a jurisprudencia nacional e estrangeira e os principios e regras do Direito Civil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Jacinhto Ribeiro dos Santos, 1918.

BEVILÁQUA, Achilles. *Codigo Commercial brasileiro anotado*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1940.

CARVALHO, Porfírio Hemeterio Homem de. *Primeiras Linhas do Direito Commercial deste Reino*. Rio de Janeiro: Impressão Régia, 1816.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Commercial brasileiro*. São Paulo: Cardozo Filho, v. 1-8, 1910.

----- . *Tratado de Direito Commercial brasileiro*. 2. ed. Rio de Janeiro: Typog. do Jornal do Commercio, v. 1-8, 1930.

Tratado de Direito Commercial brasileiro. Vol. 1, Livro 1, Dos Actos de Commercio. 2ª ed., refundida e ampliada. Rio de Janeiro: Typog. Do Jornal do Commercio, 1930; 6. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1957.

COSTA, Salustiano Orlando de Araujo. *Código Commercial do Imperio do Brazil*: anotado com toda a legislação do paiz que lhe e referente, com os arestos e decisões mais notaveis do tribunaes e juizes, concordado com a legislação dos paizes estrangeiros mais adiantados com um vasto e copioso appendice, tambem anotado, contendo não só todos os Regulamentos Commerciaes, como os mais recentes actos do Governo Imperial, quer sobre Bancos e Sociedades Anonymas, quer sobre impostos, dispensando consultar-se a Collecção das Leis do Imperio. 4. ed. cuidadosamente rev., mais corr. e consideravelmente ampl. Rio de Janeiro: Laemmert, 1886; 6. ed. cuidadosamente rev., mais corr. e consideravelmente augmentada. Rio de Janeiro: Laemmert, 1896.

COUTO E SILVA, Clóvis do. *A obrigação como um processo*. Rio de Janeiro: FGV, 2006.

----- . O Direito Civil brasileiro em perspectiva histórica e visão de futuro. *Revista de Informação Legislativa*, v. 25, n. 97, p. 163-180, jan.-mar. 1988.

----- . O princípio da boa-fé no Direito brasileiro e português. In: ALMEIDA COSTA, Mário Júlio; CAETANO, Marcello; COUTO E SILVA, Clóvis do; MOREIRA ALVES, José Carlos (Orgs.). *Estudos de Direito Civil Brasileiro e Português* (I Jornada Luso-Brasileira de Direito Civil). São Paulo: RT, 1980, p. 43-72.

DUVE, Thomas; HAFERKAMP, Hans-Peter. § 242. Leistung nach Treu und Glauben. In: ZIMMERMANN, Reinhard; RÜCKERT, Joachim;

SCHMOECKEL, Mathias (Orgs.). *Historisch-kritischer Kommentar zum BGB. Schuldrecht: Allgemeiner Teil §§ 241-432*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2007, v. 2, p. 274-364.

GRAU, Eros; FORGIONI, Paula. Cláusula de não-concorrência ou de não-restabelecimento. In: _____. *O Estado, a empresa e o contrato*. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 273-300.

FERREIRA BORGES, José. *Diccionario juridico-commercial*. 2. ed. Porto: Typ. de Sebastião José Pereira, 1856.

FLUME, Johannes W. *Law and Commerce: The Evolution of Codified Business Law in Europe. Comparative Legal History*, v. 2, 2014, p. 45-83.

FORGIONI, Paula. Apontamentos sobre algumas regras de interpretação dos contratos comerciais: Pothier, Cairu e Código Comercial 1850. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 141, p. 31-59, 2007.

_____. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4. ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Ed. RT, 2018.

_____. *A evolução do Direito Comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. 5. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Ed. RT, 2021.

GODOY, Arnaldo Sampaio de Moraes; FERRAZ, Daniel Amin. A cláusula de interdição de concorrência no Direito brasileiro e sua fundamentação histórica: o caso da Companhia dos Tecidos de Juta (1914). Notas sobre seus reflexos normativos, doutrinários e jurisprudenciais. *Revista Brasileira de Políticas Públicas*, v. 6, n. 3, p. 157-177, dez. 2016.

GOMES, Elena de Carvalho. *Entre o actus e o factum: os comportamentos contraditórios no Direito Privado*. Belo Horizonte: Del Rey, 2009.

----- . Sobre a cláusula geral de boa-fé e sua abordagem por Pontes de Miranda no 'Tratado de Direito Privado'. *Rivista Roma e America*, v. 35, p. 331-346, 2014

HENRIQUES DE SOUZA, Braz Florentino. *Codigo Commercial do Imperio do Brasil*: anotado com as referencias dos diversos artigos do mesmo Codigo e dos respectivos Regulamentos entre si; assim como com os Decretos e Avisos expedidos até o presente, explicando ou additando algumas de suas disposições. Recife: Typ. de Santos & Companhia, 1856.

INGLEZ DE SOUZA, Herculano Marcos. *Direito Commercial* (prelecções professadas na Faculdade Livre de Sciencias Juridicas e Sociaes do Rio de Janeiro e compiladas pelo Bacharel Alberto Biolchini com revisão da cadeira). 2. ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1910.

JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio. Entrevista. *Revista Trimestral de Direito Civil*, v. 9, n. 34, p. 299-308, abr-jun. 2008.

LARENZ, Karl. *Lehrbuch des Schuldrechts*. Allgemeiner Teil. 5. ed. rev., atual. e ampl. Berlin/München: C.H. Beck, 1962, v. 1.

LIMA LOPES, José Reinaldo de. A formação do Direito Comercial brasileiro: a criação dos tribunais de comércio do Império. *Cadernos Direito GV*, v. 4, p. 5-70, nov. 2007.

LINS, Jair. Clausula 'rebus sic stantibus'. *Revista Forense*, v. 40, p. 512-516, jan.-jun. 1923.

LISBOA, José da Silva. *Principios de Direito Mercantil, e Leis de Marinha para uso da mocidade portugueza, destinada ao commercio, divididos em oito tratados elementares, contendo a respectiva legislação patria, e indicando as fontes originaes dos regulamentos maritimos das principaes praças da Europa : de ordem de Sua Alteza Real, o Principe Regente Nosso Senhor*. t. 1-7, Lisboa: Impressão Regia, 1806.

LOUREIRO, Antonio José da Silva. *Código mercantil da França, traduzido do francez, e offerecido ao Muito Alto e Muito Poderoso Senhor D. Pedro I, Imperador Constitucional e Defensor Perpetuo do Imperio do Brasil*. Rio de Janeiro: Typ. Nacional, 1825.

LUCCA, Newton de. Normas de interpretação contratual no Brasil. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, v. 101, jan.-dez. 2006, p. 181-227.

MARTINS-COSTA, Judith; BENETTI, Giovana. Comentário ao artigo 2º, inciso II: o princípio da “boa-fé do particular perante o poder público”. In: MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro (Coords.). *Direito Privado na Lei da Liberdade Econômica: Comentários*. São Paulo: Almedina, 2022, p. 73-94.

MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

_____. *A boa-fé no Direito Privado: sistema e tópica no processo obrigacional*. São Paulo: RT, 1999.

_____. Os campos normativos da boa-fé objetiva: as três perspectivas do Direito Privado brasileiro. In: AZEVEDO, Antonio Junqueira; TÔRRES, Heleno Taveira; CARBONE, Paolo (Coords.). *Princípios do Novo Código Civil e Outros Temas: Homenagem a Tullio Ascarelli*. São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 388-421.

MENDONÇA, Manoel Ignacio Carvalho de. *Doutrina e Prática das Obrigações ou Tratado Geral dos Direitos de Crédito*. Curitiba: Imp. Paranaense, 1908.

MENEZES CORDEIRO, António. *Direito Comercial*. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2012.

_____. *Da boa-fé no Direito Civil*. Coimbra: Almedina, 2017.

METTLACH-PINTER, João Carlos. *Summa divisio do Direito Civil patrimonial: estrutura, sistematização e sentido da distinção entre direitos reais e obrigacionais*. Curitiba: Juruá, 2023.

MOREIRA ALVES, José Carlos. A boa-fé objetiva no sistema contratual brasileiro. *Rivista Roma e America*, v. 7, p. 187-204, 1999.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr. São Paulo: Ed. RT, 2012. t. 3.

_____. *Tratado de Direito Privado*. Atualizado por Otavio Luiz Rodrigues Jr., Tilman Quarch e Jefferson Carús Guedes. São Paulo: Ed. RT, 2012. t. 6.

RAMOS, Joaquim José Pereira da Silva. *Apontamentos Jurídicos sobre Contractos*. Rio de Janeiro: Eduardo & Henrique Laemmert, 1868.

REALE, Miguel. *História do novo Código Civil*. São Paulo: Ed. RT, 2005.

RODRIGUES JR., Otavio Luiz. *Direito Civil contemporâneo: estatuto epistemológico, Constituição e direitos fundamentais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

_____. A revisão judicial dos contratos de consumo. In: GOUVEIA, Jorge Bacelar; SILVA, Heraldo de Oliveira (Orgs.). *I Congresso Luso-Brasileiro de Direito*. Coimbra: Almedina, 2014, p. 41-77.

SCHMIDT, Jan Peter. Die Rezeption deutschen Rechtsdenkens in Brasilien am Beispiel der Lehre von Treu und Glauben. In: GRUNDMANN, Stefan; BALDUS, Christian; LIMA MARQUES, Claudia et. al. (Orgs.). *Altruistische Rechtsgeschäfte sowie Methoden- und Rezeptionsdiskussionen im deutsch-lusitanischen und internationalen Rechtsverkehr*. Baden-Baden: Nomos, 2014, p. 191-211.

----- . *Zivilrechtskodifikation in Brasilien. Strukturfragen und Regelungsprobleme in historisch-vergleichender Perspektive.* Tübingen: Mohr Siebeck, 2009.

SEELAENDER, Airton Cerqueira-Leite. A História do Direito contemporâneo: um projeto possível?. *Revista da Faculdade de Direito da UFRGS*, n. 36, p. 20-35, ago. 2017.

SILVA, Antonio Delgado da. *Collecção da Legislação Portuguesa desde a última compilação das Ordenações.* Legislação de 1750 a 1762. Lisboa: Typografia Maigrense, 1830.

----- . *Collecção da Legislação Portuguesa desde a última compilação das Ordenações.* Legislação de 1763 a 1774. Lisboa: Typografia Maigrense, 1829

VEIGA, Didimo Agapito da. *Codigo Commercial commentado e posto ao par da doutrina, legislação e jurisprudencia modernas.* 2. ed. Rio de Janeiro: Laemmert, 1898.

VOGENAUER, Stefan. §§ 133, 157 BGB: Auslegung, In: ZIMMERMANN, Reinhard; RÜCKERT, Joachim; SCHMOECKEL, Mathias (Orgs.). *Historisch-kritischer Kommentar zum BGB.* Allgemeiner Teil §§ 1-240. Tübingen: Mohr Siebeck, 2003, v. 1, p. 562-653.

CONTRATOS DE DISTRIBUIÇÃO DE GÁS E EQUILÍBRIO ECONÔMICO: A (I)LEGALIDADE DA COBRANÇA POR GÁS NÃO UTILIZADO SEM PREVISÃO CONTRATUAL

(GAS DISTRIBUTION CONTRACTS AND ECONOMIC BALANCE: THE (IL)LEGALITY OF CHARGING FOR UNUSED GAS WITHOUT CONTRACTUAL PROVISION)

Bruno Freixo Nagem (Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG)⁸⁸

Resumo

O presente artigo examina, sob perspectiva crítica e dogmática, a prática de concessionárias de serviço público de distribuição de gás natural que buscam impor cobranças por consumo ou movimentação mínima sem previsão contratual expressa. Partindo da análise dos contratos comutativos de trato sucessivo, o estudo investiga os limites da autonomia privada e da força obrigatória dos contratos, especialmente diante da ausência de cláusulas específicas como a de *take or pay*. São explorados os fundamentos normativos e jurisprudenciais que sustentam a necessidade de pactuação clara e inequívoca para a exigência de obrigações patrimoniais, com destaque para os princípios da boa-fé objetiva, função social do contrato e vedação ao enriquecimento sem causa. A pesquisa articula revisão bibliográfica nacional e estrangeira, análise de precedentes dos tribunais superiores e discussão sobre o impacto da Lei da Liberdade Econômica e do Marco Regulatório do Gás Natural. O artigo propõe um diálogo entre justiça contratual e equilíbrio econômico, abordando os riscos de práticas leoninas e a relevância da intervenção judicial para a preservação da segurança jurídica nas relações negociais do setor

88 Doutor em Direito Comercial pela Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, Mestre em Direito das Relações Econômicas e Sociais pela Faculdade Milton Campos, Pós-Graduação *latu sensu* em Direito Processual pelo IBMEC, Pós-Graduação *latu sensu* em Mercado de Capitais e Derivativos pela PUC-Minas. Pós-Graduação *latu sensu* em Direito Processual Constitucional pelo Centro Universitário Izabela Hendrix. Ex-professor de Direito Processual Civil e Direito Contratual da PUC-Minas. Advogado.

de gás. O texto convida o leitor a refletir sobre os desafios e limites da cobrança por insumo não utilizado, à luz dos princípios estruturantes do direito contratual privado brasileiro, e sobre o papel do Poder Judiciário na contenção de abusos e na promoção do equilíbrio econômico nas relações empresariais.

Palavras-chaves: Contratos de distribuição de gás - Equilíbrio econômico - Consumo mínimo - Cobrança sem previsão contratual - Autonomia da vontade - Boa-fé objetiva - Função social do contrato - Vedação ao enriquecimento sem causa - Cláusula *take or pay* - Segurança jurídica

Abstract:

This article critically and dogmatically examines the practice of public gas distribution concessionaires seeking to impose charges for minimum consumption or movement without express contractual provision. Based on the analysis of commutative successive contracts, the study investigates the limits of private autonomy and the binding force of contracts, especially in the absence of clauses such as take or pay. The research explores normative and jurisprudential foundations that support the need for clear and unequivocal agreement for the imposition of patrimonial obligations, highlighting the principles of objective good faith, the social function of the contract, and the prohibition of unjust enrichment. The study articulates national and foreign bibliographic review, analysis of precedents from higher courts, and discussion on the impact of the Economic Freedom Law and the Natural Gas Regulatory Framework. The article proposes a dialogue between contractual justice and economic balance, addressing the risks of oppressive practices and the relevance of judicial intervention to preserve legal certainty in gas sector business relations. The text invites the reader to reflect on the challenges and limits of charging for unused input, in light of the structuring principles of Brazilian private contract law, and on the role of the Judiciary in curbing abuses and promoting economic balance in business relations.

Keywords: Gas distribution contracts - Economic balance - Minimum consumption - Charges without contractual provision - Private autonomy - Objective good faith - Social function of the contract - Prohibition of unjust enrichment - Take or pay clause - Legal certainty.

1. Introdução. 2. Contratos comutativos de trato sucessivo e a exigência de efetiva prestação na distribuição de gás – A ilegalidade do compromisso de consumo mínimo não pactuado. 3. A autonomia da vontade das partes e a Lei da Liberdade Econômica como fundamentos para afastar a cobrança de verbas não pactuadas. 4. Cobrança de compromisso mínimo de consumo sem expressa previsão contratual e o indevido tratamento de contratação de cláusula take or pay em desrespeito à autonomia de vontade das partes. 5. Função social do contrato e vedação ao enriquecimento sem causa: um diálogo entre justiça contratual e equilíbrio econômico. 6. Conclusões. 7. Referências.

1. INTRODUÇÃO

A contratação de fornecimento ou movimentação de gás natural é prática comum em diversos setores empresariais, sendo essencial à consecução de suas atividades. Tais contratos, de natureza mercantil, são regidos pelos princípios da boa-fé objetiva, bilateralidade e comutatividade, pilares do sinalagma contratual.

Entre as cláusulas frequentemente adotadas, destaca-se a cláusula *take or pay*, que impõe ao contratante a obrigação de pagar por determinada quantidade mínima do insumo, ainda que não haja consumo efetivo. Essa cláusula visa a conferir previsibilidade econômica e segurança jurídica às partes, especialmente em contratos de longa duração.

No contexto do mercado de gás no Brasil, pertinente frisar que em 2021 foi promulgada a Lei nº 14.134 conhecida como Marco

Regulatório do Gás Natural, que em seu artigo 1º delimita o escopo de abrangência norma⁸⁹.

O presente artigo, contudo, volta-se à análise crítica da conduta de concessionárias de serviço público de distribuição de gás que, mesmo na ausência de cláusula contratual expressa, buscam impor cobranças por consumo ou movimentação mínima. A investigação parte da hipótese de que tal prática, desprovida de respaldo contratual claro, afronta os princípios fundamentais do direito contratual privado, notadamente a boa-fé objetiva, a função social do contrato e a vedação ao enriquecimento sem causa. Não raras vezes, a concessionária distribuidora de gás busca sustentar exações sem previsão contratual com fundamento em preceitos regulatórios infralegais e até em praxe comercial, o que não tem o condão de lastrear cobranças não previstas no instrumento contratual.

Para tanto, quanto ao tipo metodológico, optou-se pela pesquisa teórica e empírica, com base na dogmática jurídica, destacando-se os raciocínios indutivo-dedutivo e dialético. A investigação fundamenta-se em revisão bibliográfica nacional e estrangeira, bem como em pesquisa de campo com análise de precedentes dos tribunais superiores. Parte-se da hipótese de que a exigência de pagamento por consumo ou movimentação não efetivada, na ausência de cláusula expressa e clara, afronta a lógica contratual civilista e os princípios gerais do direito privado brasileiro.

89 Art. 1º. Esta Lei institui normas para a exploração das atividades econômicas de transporte de gás natural por meio de condutos e de importação e exportação de gás natural, de que tratam os incisos III e IV do caput do art. 177 da Constituição Federal, bem como para a exploração das atividades de escoamento, tratamento, processamento, estocagem subterrânea, acondicionamento, liquefação, regaseificação e comercialização de gás natural.

2. CONTRATOS COMUTATIVOS DE TRATO SUCESSIVO E A EXIGÊNCIA DE EFETIVA PRESTAÇÃO NA DISTRIBUIÇÃO DE GÁS – A ILEGALIDADE DO COMPROMISSO DE CONSUMO MÍNIMO NÃO PACTUADO

Os contratos de fornecimento de gás natural, especialmente aqueles celebrados entre distribuidoras e grandes consumidores industriais, inserem-se na categoria dos contratos comutativos de trato sucessivo. Neles, as prestações são determinadas e equivalentes desde a formação do vínculo, e sua execução se projeta no tempo de forma contínua ou periódica. A distribuidora obriga-se a fornecer ou disponibilizar o insumo energético, enquanto o consumidor assume a obrigação correlata de remunerar esse fornecimento, conforme condições previamente estipuladas.

A comutatividade, nesse contexto, não se limita à equivalência econômica das prestações, mas também à previsibilidade e à simetria das obrigações assumidas. Trata-se de um princípio estruturante da teoria contratual, que impede a imposição de encargos unilaterais ou obrigações não expressamente pactuadas, sob pena de violação à autonomia privada e à função social do contrato. A jurisprudência e a doutrina convergem no sentido de que, em contratos comutativos, a exigibilidade de prestações depende da efetiva contraprestação, sendo inadmissível a cobrança por obrigações presumidas ou fictícias.

Como bem observa SERPA LOPES⁹⁰, “o dever de prestar é contínuo; ao extinguir-se periodicamente uma prestação, para logo surge uma outra em ordem sucessiva”. Essa característica impõe às partes contratantes o dever de transparência e de boa-fé objetiva, especialmente em relações jurídicas de longa duração, nas quais o desequilíbrio contratual pode gerar efeitos econômicos significativos e comprometer a viabilidade da atividade empresarial do contratante.

Não obstante, observa-se na prática contratual das distribuidoras de gás a imposição de cláusulas que estabelecem compromissos de

90 SERPA LOPES, Miguel Maria de. Curso de Direito Civil. Vol. III. 4. ed. São Paulo: Freitas Bastos, 1954, p. 43.

consumo mínimo ou movimentação mínima, mesmo na ausência de previsão contratual expressa ou de negociação bilateral, configurando verdadeira exação indevida, violando os princípios da legalidade, da boa-fé objetiva e da função social do contrato, além de comprometerem a livre iniciativa e a livre concorrência.

A jurisprudência do Tribunal de Justiça de São Paulo até mesmo com previsão de compromisso de consumo mínimo tem reconhecido a invalidade com a aplicação do instituto da *supressio* na hipótese de a concessionária deixar o de exigir de forma reiterada ou até previsão contratual clara⁹¹. Destaca-se trecho dos julgados:

Ocorre que, ainda que a parte autora reiteradamente tenha deixado de consumir o mínimo estipulado em contrato, não ocorreu por parte da ré nenhum obstáculo a esta conduta e continuou a fornecer GLP ao autor.

Ademais, tal fato não obstaculizou a renovação automática do contrato em SETEMBRO/2016. Desta feita, a mera insurgência contra o consumo inferior a 200kg de GLP, depois de anos aceitando tal situação, mesmo que contrariamente aos termos do contrato, viola o princípio da boa-fé objetiva, devendo a situação retratada nos autos ser resolvida pela função integrativa decorrente do aludido princípio, conhecida como *supressio* e *surrectio*.

A *supressio* significa o desaparecimento de um direito, não exercido por lapso de tempo, de modo a gerar no outro contratante, ou naquele que se encontra no outro polo da relação jurídica, a expectativa de que não seja mais exercido. E tudo porque, como cediço, não admite o ordenamento jurídico que o sujeito aja

91 TJSP Apelação Cível 1011775-24.2019.8.26.0068, 27ª Câmara de Direito Privado – data do julgamento: 26/03/2021. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=14491352&cdForo=0>> acesso em 04/06/2025.

TJSP Apelação Cível 1055623-26.2023.8.26.0002 13ª Câmara de Direito Privado – data do julgamento: 23/07/2024. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=18130158&cdForo=0>> acesso em 04/06/2025.

de inopino, surpreendendo a outra parte com seu comportamento contraditório. (TJSP Apelação Cível 1011775-24.2019.8.26.0068, 27ª Câmara de Direito Privado – Data do julgamento: 26/03/2021)

Noutra oportunidade, o egrégio TJSP assim se manifestou:

A autora indica que a rescisão ocorreu exatamente em virtude da cobrança baseada em faturamento mínimo nos últimos meses de vigência, com a qual concordou, porque não vinha sendo feita ao longo da relação, fato que restou incontroverso.

A relação jurídica exige que as partes observem a boa-fé objetiva durante sua vigência e após seu encerramento (art. 422 do CC), o que abrange a coerência nas condutas praticadas, que geram legítima expectativa na outra.

(...)

Em outras palavras, a cobrança mínima, livremente pactuada pelas partes, é legal e válida, mas sua cobrança deveria ter sido exigida pela ré desde o início da relação contratual. Como não o fez, por período considerável, gerou expectativa de que a cobrança não se realizaria e, conforme a doutrina acima colacionada, a desídia da ré acarretou o surgimento de direito à autora de não pagar o valor mínimo.

(...)

No caso em julgamento, temos que a falta da cobrança do valor mínimo estabelecido contratualmente, pela ré, por período superior a um ano, constituiu renúncia tácita, sendo contraditória a sua exigência somente após a decisão da apelada de pôr fim à relação contratual.

Em outras palavras, a cobrança mínima, livremente pactuada pelas partes, é legal e válida, mas sua cobrança deveria ter sido exigida pela ré desde o início da relação contratual. Como não o fez, por período considerável, gerou expectativa de que a cobrança

não se realizaria e, conforme a doutrina acima colacionada, a desídia da ré acarretou o surgimento de direito à autora de não pagar o valor mínimo.

Conclui-se, assim, que durante a vigência do contrato, a contraprestação recebida pela apelante era satisfatória. Todavia, diante da rescisão do contrato, exige agora a apelante a diferença de valores decorrentes da contraprestação mínima prevista, como retaliação.

(TJSP Apelação Cível 1055623-26.2023.8.26.0002 13ª Câmara de Direito Privado – Data do julgamento: 23/07/2024)

É pertinente frisar que o entendimento do Superior Tribunal de Justiça, no âmbito do Tema 63 dos recursos repetitivos, é no sentido de que não incide ICMS sobre a parcela da demanda contratada de energia elétrica que não foi efetivamente utilizada pelo consumidor. Tal posicionamento reforça a interpretação de que o fato gerador do imposto pressupõe o efetivo consumo da energia, afastando a tributação sobre meras disponibilidades contratuais, ou seja, mesmo na hipótese de se prever expressamente cláusula de compromisso mínimo de consumo ou movimentação.

O Tema 63 do STJ refere-se à discussão sobre a incidência do ICMS sobre a demanda contratada de energia elétrica, mas não utilizada. O STJ firmou o entendimento de que o ICMS não é devido sobre a parcela da demanda contratada que não foi efetivamente consumida pelo usuário. Confira-se as informações do Tema Repetitivo 63⁹²:

92 Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/repetitivos/temas_repetitivos/pesquisa.jsp?novaConsulta=true&tipo_pesquisa=T&cod_tema_inicial=63&cod_tema_final=63> acesso em 21/06/2025.

Tema Repetitivo 63 	Situação Trânsito em Julgado	Órgão julgador	PRIMEIRA SEÇÃO	Ramo do direito	DIREITO TRIBUTÁRIO
Questão submetida a julgamento	Questiona-se a legitimidade da cobrança de ICMS sobre o valor pago a título de "demanda contratada" de energia elétrica.				
Tese Firmada	É indevida a incidência de ICMS sobre a parcela correspondente à demanda de potência elétrica contratada mas não utilizada.				
Anotações NUGEPNAC	Processos destacados de ofício pelo relator.				
Repercussão Geral	Tema 176/STF - Inclusão dos valores pagos a título de "demanda contratada" na base de cálculo do ICMS sobre operações envolvendo energia elétrica.				
Súmula Originada do Tema	Súmula 391/STJ				

Assim, a partir da decisão sobre o tema repetitivo 63 do STJ (REsp 960.476/SC afetado), publicou-se o enunciado da súmula 391 com o seguinte teor:

O ICMS incide sobre o valor da tarifa de energia elétrica correspondente à demanda de potência efetivamente utilizada.

Com isso, infirma-se argumentos de concessionárias que buscam cobrar valores de insumos não entregues, mesmo sem disposição contratual e até com frágeis alegações de que existem normas infralegais (resoluções de agências reguladoras) que versam sobre o assunto.

Nessa mesma senda, o Supremo Tribunal Federal, em transposição para o Direito Público, incorporou este entendimento por ocasião do julgamento do tema 176 de repercussão geral (RE 593.824 afetado), firmando a tese vinculante para todo o Poder Judiciário brasileiro segundo a qual:

A demanda de potência elétrica não é passível, por si só, de tributação via ICMS, porquanto somente integram a base de cálculo desse imposto os valores

referentes àquelas operações em que haja efetivo consumo de energia elétrica pelo consumidor.

O STF, ao julgar o Tema 176, estabeleceu que o ICMS sobre energia elétrica deve incidir apenas sobre o valor correspondente à energia efetivamente consumida pelo contribuinte. Portanto, a demanda contratada, por si só, não pode ser incluída na base de cálculo do imposto. Se nem o Estado pode tributar sobre algo que não circulou nem foi consumido, com muito mais razão a iniciativa privada não pode exigir pagamento por insumo não entregue, salvo se expressamente pactuado em cláusula contratual negociada e não imposta leoninamente que preveja essa exigência.

Esses precedentes confirmam a hipótese de ser necessária pactuação clara e expressa de compromisso de consumo mínimo, sob pena de violação de princípios gerais dos contratos justificando a intervenção judicial para afastar tais cobranças.

3. A AUTONOMIA DA VONTADE DAS PARTES E A LEI DA LIBERDADE ECONÔMICA COMO FUNDAMENTOS PARA AFASTAR A COBRANÇA DE VERBAS NÃO PACTUADAS

A autonomia da vontade, enquanto princípio estruturante do Direito Contratual Privado, confere às partes a liberdade de estipular, dentro dos limites legais, o conteúdo e os efeitos de seus contratos. Essa prerrogativa, consagrada no art. 421 do Código Civil, foi substancialmente reforçada pela promulgação da Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/19), que introduziu importantes alterações normativas voltadas à valorização da livre iniciativa, da segurança jurídica e da intervenção mínima do Estado nas relações privadas.

Com a nova redação do art. 421, o legislador passou a dispor expressamente que:

Nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual.

Além disso, o art. 421-A do Código Civil estabelece que:

Nos contratos civis e empresariais presume-se a paridade entre os contratantes e a simetria das informações por eles obtidas, ressalvados os casos previstos em lei.

A lei no 13.784/2019 preconiza em seu artigo 3º, inciso V, que a interpretação dos contratos será realizada de forma a se preservar a autonomia privada.

Art. 3º São direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômicos do País, observado o disposto no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal: (...)

V - gozar de presunção de boa-fé nos atos praticados no exercício da atividade econômica, para os quais as dúvidas de interpretação do direito civil, empresarial, econômico e urbanístico serão resolvidas de forma a preservar a autonomia privada, exceto se houver expressa disposição legal em contrário;

Especificamente no Marco Regulatório do Gás Natural no Brasil, a Lei nº 14.134/2021 reconhece a autonomia contratual como princípio relevante para o setor, preponderando a livre iniciativa, liberdade contratual e segurança jurídica.

Essa liberdade de contratação está diretamente ligada à autonomia da vontade das partes para definir cláusulas contratuais, preços, prazos

e condições nos contratos de transporte, comercialização e consumo de gás.

Em resumo, a lei valoriza a autonomia contratual como instrumento para dinamizar e atrair investimentos ao setor, sempre respeitando as diretrizes regulatórias da ANP e normas concorrenciais.

Entretanto, disposições regulatórias não servem para integrar contratos que trouxeram previsão expressa para determinadas cobranças em respeito a autonomia de vontade das partes e segurança jurídica, servindo como balizador para coibir abuso do poder público, no caso a concessionária de serviço público.

Assim, se as partes contratantes optaram por não inserir na avença o compromisso de consumo mínimo, não se afigura aceitável que no curso da execução do objeto contratado uma das contrapartes surpreenda a outra com nova exação sem qualquer respaldo contratual, vulnerando princípios basilares do direito privado, notadamente, a boa-fé objetiva e segurança jurídica.

Essas disposições normativas não apenas reafirmam a centralidade da autonomia privada, mas também impõem limites à atuação estatal e à possibilidade de revisão judicial dos contratos, salvo em hipóteses excepcionais. Em consequência, a imposição de obrigações não expressamente pactuadas — como cláusulas de consumo mínimo não previstas no instrumento contratual — revela-se incompatível com o novo paradigma normativo, por violar a liberdade contratual e comprometer a previsibilidade das relações negociais.

Não raras vezes, distribuidoras de gás recorrem a engenharias jurídico-exegéticas para conferir aparente legitimidade a disposições normativas infralegais, com o objetivo de sustentar cobranças indevidas e induzir o Poder Judiciário em erro. Buscam, assim, obter respaldo judicial para pleitos descabidos e desprovidos de previsão contratual, valendo-se, de um lado, da essencialidade do insumo para a continuidade das atividades empresariais do contratante — cuja interrupção no fornecimento acarretaria consequências nefastas — e, de outro, da ausência de concorrência efetiva no setor, o que lhes

confere posição dominante. Tal conduta configura prática leonina e afronta o sinalagma contratual.

A doutrina tem reconhecido que a autonomia da vontade, quando exercida de forma legítima e informada, constitui verdadeiro vetor de concretização da segurança jurídica. Como observa Judith Martins-Costa:

A liberdade contratual não é apenas um direito subjetivo das partes, mas um instrumento de autorregulação responsável, que exige clareza, simetria e boa-fé na formação e execução dos contratos (2015: 89).

Nesse mesmo sentido, Maria Helena Diniz salienta que:

A exigência de prestação sem a correspondente contraprestação efetiva compromete o equilíbrio contratual e pode configurar enriquecimento sem causa, o que é vedado pelo ordenamento jurídico (2023: 211).

A autonomia privada — constitucionalmente garantida — não pode ser entendida apenas num sentido formal, mas também materialmente, sendo que no caso concreto uma das partes pode carecer, em determinadas situações, de ter proteção perante a vinculação a um contrato que lhe é desvantajoso ou perigoso (CANARIS; 2009: 18). Ponto de relevo para contratos mercantis envolvendo players do setor de gás e energia é a simetria informacional e conhecimento quanto ao funcionamento do respectivo mercado, trazendo, ao menos *prima facie*, uma paridade de armas entre os contratantes, fazendo com que a autonomia de vontade tenha um peso destoante na relação jurídica travada.

A autonomia de vontade das partes viabiliza que os contratos tenham força cogente, reconhecida pelo famigerado brocardo *pacta sunt servanda*.

Tal conceito pode ser sintetizado pelo fato de que o contrato constitui lei entre as partes, e suas cláusulas devem ser consideradas imperativas para os contratantes, porquanto estabelecem livremente os termos da vinculação assumindo as partes, portanto, o múnus de cumpri-lo em todos seus termos.

Nesse sentido, GOMES (1997: 38) leciona acerca da força obrigatória dos contratos

O princípio da força obrigatória consubstancia-se na regra de que o contrato é lei entre as partes. Celebrado que seja, com observância de todos os pressupostos e requisitos necessários à sua validade, deve ser executado pelas partes como se suas cláusulas fossem preceitos legais imperativos. O contrato obriga os contratantes, sejam quais forem as circunstâncias em que tenha de ser cumprido. Estipulado validamente seu conteúdo, vale dizer, definidos os direitos e obrigações de cada parte, as respectivas cláusulas têm, para os contraentes, força obrigatória. Diz-se que é intangível, para significar-se a irretratabilidade do acordo de vontades. Nenhuma consideração de equidade justificaria a revogação unilateral do contrato ou a alteração de suas cláusulas, que somente se permitem mediante novo concurso de vontades. O contrato importa restrição voluntária da liberdade; cria vínculo do qual nenhuma das partes pode desligar-se sob o fundamento de que a execução a arruinará ou de que não o teria estabelecido se houvesse previsto a alteração radical das circunstâncias. Essa força obrigatória atribuída pela Lei aos contratos é a pedra angular da segurança do comércio jurídico.

O princípio da intangibilidade do conteúdo dos contratos significa impossibilidade de revisão pelo juiz, ou de libertação por ato seu.

As cláusulas contratuais não podem ser alteradas judicialmente, seja qual for a razão invocada por uma das partes. Se ocorrem motivos que justificam a intervenção judicial em lei permitida, há de realizar-se para decretação da nulidade ou da resolução do contrato, nunca para modificação de seu conteúdo.

Adicionalmente, tem-se que a cláusula geral da boa-fé objetiva exige das partes contratantes não apenas o cumprimento literal do contrato (força obrigatória), mas também uma conduta leal, cooperativa e conforme à confiança legítima do parceiro contratual (CANARIS; 2002: 112), vedando inovações de uma das partes que venha surpreender a contraparte alterando as bases contratuais iniciais.

Dessa forma, a conjugação entre a autonomia da vontade e os princípios consagrados pela Lei da Liberdade Econômica impõe a necessidade de respeito estrito ao conteúdo contratual pactuado. A cobrança de verbas não previstas expressamente no contrato, além de afrontar a boa-fé objetiva, compromete a estabilidade das relações jurídicas e deve ser rechaçada pelo ordenamento.

4. COBRANÇA DE COMPROMISSO MÍNIMO DE CONSUMO SEM EXPRESSA PREVISÃO CONTRATUAL E O INDEVIDO TRATAMENTO DE CONTRATAÇÃO DE CLÁUSULA *TAKE OR PAY* EM DESRESPEITO A AUTONOMIA DE VONTADE DAS PARTES

Com previsão no § 4º do art. 1º da Lei nº 10.312/01⁹³ (com redação dada pela Lei nº 12.431/11), a cláusula *take or pay* estabelece

93 §4º Entende-se por cláusula *take or pay* a disposição contratual segundo a qual a pessoa jurídica vendedora compromete-se a fornecer, e o comprador compromete-se a adquirir, uma quantidade determinada de gás natural canalizado, sendo este obrigado a pagar pela quantidade de gás que se compromete a adquirir, mesmo que não a utilize.

que o comprador se obriga a pagar por determinada quantidade de gás natural, mesmo que não a utilize. Trata-se de cláusula legítima, desde que pactuada de forma clara, com ciência inequívoca das partes quanto aos seus efeitos jurídicos e econômicos.

A cláusula *take or pay* constitui instrumento jurídico relevante para a alocação da álea contratual, ao promover uma repartição objetiva dos riscos inerentes à relação obrigacional. Por meio dessa estipulação, uma das partes assume o risco da volatilidade de preços, comprometendo-se com a entrega do produto, enquanto a contraparte incorre no risco da oscilação de sua demanda. Tal estrutura contratual favorece a previsibilidade econômica do vínculo, assegurando estabilidade no fluxo de receitas e no dimensionamento do volume mínimo a ser disponibilizado pelo fornecedor.

Contudo, sua validade pressupõe requisitos formais e materiais rigorosos: deve estar redigida de forma clara e inequívoca, com plena ciência das partes quanto aos seus efeitos jurídicos e econômicos. A ausência desses elementos inviabiliza sua aplicação por analogia ou presunção.

Como bem pontua Canaris (2003)⁹⁴, o princípio de autonomia privada possui, ainda hoje, grande atualidade, sendo inadmissível sua relativização por meio de cláusulas implícitas ou práticas unilaterais não pactuadas.

Conforme já demonstrado, na ausência de previsão expressa, a exigência de contraprestação sem a correspondente entrega do bem ou serviço viola o sinalagma contratual, a boa-fé objetiva e a função social do contrato.

Ademais, a tentativa de aplicar, por analogia, os efeitos da cláusula *take or pay* em contratos que não a preveem expressamente compromete a segurança jurídica e a previsibilidade das relações negociais. Tal prática, especialmente quando adotada por concessionárias de serviço público, revela-se ainda mais grave, por

94 CANARIS, Claus-Wilhelm. *Direitos fundamentais e direito privado*. Trad. Ingo Wolfgang Sarlet e Paulo Mota Pinto. Coimbra: Almedina, 2003.

configurar abuso de posição dominante e afronta aos princípios da ordem econômica constitucional, notadamente os insculpidos no art. 170, incisos IV e V, da Constituição da República.

Dada sua especificidade, a cláusula *take or pay* não pode ser presumida. Sua eficácia depende de pactuação expressa, com delimitação precisa do volume contratado, do valor devido em caso de não consumo e da impossibilidade de compensação futura. A ausência desses elementos descaracteriza a cláusula e obsta sua aplicação, sob pena de enriquecimento sem causa e violação à autonomia privada.

Assim, a cobrança de valores a título de consumo mínimo, sem previsão contratual expressa, não se legitima sob o argumento de cláusula implícita ou de prática reiterada no setor e, muito menos, sob suposto amparo de normativos preceitos regulatórios infralegais. A legalidade, a boa-fé objetiva e a função social do contrato impõem que apenas obrigações livremente pactuadas e claramente estipuladas possam ser exigidas das partes.

5. FUNÇÃO SOCIAL DO CONTRATO E VEDAÇÃO AO ENRIQUECIMENTO SEM CAUSA: UM DIÁLOGO ENTRE JUSTIÇA CONTRATUAL E EQUILÍBRIO ECONÔMICO

A função social do contrato (art. 421 do CC) atua como elemento normativo que condiciona a validade e a eficácia dos negócios jurídicos. Mais do que um limite externo à autonomia privada, trata-se de um princípio imanente ao sistema jurídico, que exige que os efeitos contratuais estejam em consonância com valores fundamentais do ordenamento.

Como destaca CANARIS, *a função social do contrato não atua como um limite externo à autonomia privada, mas como um princípio imanente ao próprio sistema jurídico, que condiciona a validade e a eficácia dos negócios jurídicos* (2002: 89). Essa perspectiva reforça a necessidade de que os contratos, ainda que celebrados entre partes particulares, observem padrões mínimos de justiça e equilíbrio.

A imposição de cláusulas ou práticas que gerem ônus sem a correspondente vantagem viola o princípio da comutatividade e compromete o equilíbrio econômico das prestações. Mesmo em contratos empresariais entre partes presumidamente simétricas, a função social opera como cláusula geral de contenção de abusos.

Nesse mesmo sentido, o princípio da vedação ao enriquecimento sem causa, consagrado no art. 884 do Código Civil, veda a apropriação de vantagens patrimoniais sem justo título, causa ou contraprestação. GONÇALVES observa que não se pode admitir que uma das partes aufera vantagem patrimonial em desfavor de outra, sem justo título, causa ou contraprestação (2020: 211).

A vedação ao enriquecimento sem causa é expressão de um princípio de justiça contratual que impede a apropriação de vantagens patrimoniais sem fundamento jurídico, mesmo quando não haja violação direta de norma legal (CANARIS; 2002: 143).

LARENZ (*apud* BERGSTEIN: 2022) em sua obra *Base del negocio jurídico* trata da base subjetiva do negócio jurídico, que se conecta diretamente à ideia de função social do contrato ao exigir uma convergência de expectativas entre as partes:

Entendemos por base del negocio subjetiva aquella común representación mental de los contratantes por la que ambos se han dejado guiar al fijar el contenido del contrato. La representación tiene que haber inducido a concluir el contrato no a una sino a ambas partes.

Essa concepção impõe que os contratos, mesmo celebrados entre partes privadas, observem padrões mínimos de justiça, boa-fé e equilíbrio. A autonomia da vontade, embora preservada, não pode ser exercida de forma a comprometer interesses coletivos ou gerar desequilíbrios injustificados. Assim, cláusulas que imponham ônus desproporcionais ou que resultem em vantagens unilaterais sem causa legítima são rechaçadas pelo ordenamento.

Nesse contexto, o princípio da vedação ao enriquecimento sem causa, consagrado no artigo 884 do Código Civil, atua como um importante mecanismo de correção. Ele impede que uma das partes aufravantagem patrimonial sem justo título, causa ou contraprestação, mesmo na ausência de violação direta a uma norma legal. Como destaca Gonçalves, trata-se de uma expressão de justiça contratual que reforça a necessidade de equilíbrio nas relações obrigacionais.

A interseção entre esses dois princípios revela uma preocupação comum: a preservação da equidade nas relações contratuais. A função social do contrato exige que os efeitos do negócio jurídico estejam em consonância com o bem comum, enquanto a vedação ao enriquecimento sem causa impede que o desequilíbrio se converta em vantagem indevida. Ambos operam como cláusulas gerais de controle, especialmente relevantes em contextos de assimetria informacional ou de poder econômico, mas também aplicáveis a contratos empresariais entre partes presumidamente iguais.

Portanto, a análise conjunta desses princípios permite compreender o contrato não apenas como um instrumento de regulação de interesses privados, mas como um veículo de realização de justiça material, capaz de promover a confiança, a cooperação e a estabilidade nas relações jurídicas e, do ponto de vista público, assegurar o prosseguimento de atividades essenciais. Viabilizando a conclusão de que a concessionária de serviço público não pode se valer de subterfúgios para alterar as bases contratuais sem qualquer negociação entre as partes com fundamentos de incidência oblíqua normas infralegais que, inclusive, não determinam, mas apenas autorizam cobranças de consumo ou movimentação mínima.

6. CONCLUSÃO

Com base na análise jurídica, doutrinária e jurisprudencial desenvolvida ao longo do artigo, é possível concluir, de forma consistente e cientificamente fundamentada, que a cobrança por

consumo mínimo (ou movimentação mínima) de gás natural, sem disposição contratual expressa — especialmente em contratos que não preveem cláusula do tipo *take or pay* — configura prática ilegal e incompatível com os princípios estruturantes do direito contratual privado brasileiro.

A ausência de pactuação clara e inequívoca quanto à obrigação de pagamento por insumo não consumido viola o princípio da autonomia da vontade, consagrado no Código Civil e reforçado pela Lei da Liberdade Econômica. A tentativa de impor obrigações unilaterais, com base em normas infralegais ou práticas comerciais não formalizadas, compromete a segurança jurídica e a previsibilidade das relações contratuais, além de afrontar a boa-fé objetiva e a função social do contrato.

A jurisprudência dos tribunais superiores, especialmente nos Temas 63 do STJ e 176 do STF, reforça a exigência de efetiva prestação como condição para a incidência de obrigações patrimoniais, inclusive tributárias. Tal entendimento, embora oriundo da seara pública, é plenamente aplicável ao direito privado, por analogia, ao evidenciar que não se pode exigir pagamento por algo que não foi efetivamente entregue ou utilizado.

Ademais, a tentativa de aplicar efeitos de cláusulas *take or pay* em contratos que não as preveem expressamente representa grave violação ao sinalagma contratual e à vedação ao enriquecimento sem causa, princípio este que atua como cláusula geral de correção de desequilíbrios injustificados nas relações obrigacionais.

Portanto, a imposição de cobrança por consumo mínimo de gás natural, sem previsão contratual expressa, deve ser rechaçada pelo ordenamento jurídico e pelo Poder Judiciário, por representar prática abusiva, atentatória à justiça contratual e à estabilidade das relações negociais. A intervenção judicial em face da abusividade de concessionárias de distribuição de gás, nesses casos, mostra-se não apenas legítima, mas necessária para restaurar o equilíbrio contratual e proteger a confiança legítima das partes, pilares essenciais de um sistema jurídico comprometido com a equidade e a segurança jurídica.

REFERÊNCIAS

BRASIL. Código Civil. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial da União: seção 1*, Brasília, DF, p. 1, 11 jan. 2002. Atualizada pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 23 jun. 2025.

_____. Lei nº 10.312, de 27 de novembro de 2001. Altera dispositivos das Leis nos 9.718, de 27 de novembro de 1998, e 9.854, de 27 de outubro de 1999. *Diário Oficial da União: seção 1*, Brasília, DF, 28 nov. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10312.htm>. Acesso em: 23 jun. 2025.

_____. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, entre outras; e revoga dispositivos legais. *Diário Oficial da União: seção 1*, Brasília, DF, 20 set. 2019. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm>. Acesso em: 23 jun. 2025.

_____. Lei nº 14.134, de 8 de abril de 2021. Dispõe sobre as atividades relativas ao transporte de gás natural, de que trata o art. 177 da Constituição Federal, e sobre as atividades de escoamento, tratamento, processamento, estocagem subterrânea, acondicionamento, liquefação, regaseificação e comercialização de gás natural; altera as Leis nos 9.478, de 6 de agosto de 1997, e 9.847, de 26 de outubro de 1999; e revoga a Lei nº 11.909, de 4 de março de 2009, e dispositivo da Lei nº 10.438, de 26 de abril de 2002. *Diário Oficial da União: seção 1*, Brasília, DF, 9 abr. 2021. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14134.htm>. Acesso em: 23 jun. 2025.

BERGSTEIN, Jonás. *Algunas proyecciones de la buena fe en el procedimiento tributario*. *Abogados.com.ar*, 29 nov. 2022. Disponível em: <<https://vps.abogados.com.ar/algunas-proyecciones-de-la-buena-fe-en-el-procedimiento-tributario/31664>> Acesso em: 21/06/2025.

CANARIS, Claus-Wilhelm. *Direitos fundamentais e direito privado*. Tradução de Gustavo Tepedino e Luiz Guilherme Marinoni. 1. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

_____. *Pensamento sistemático e conceito de sistema na ciência do direito*. Tradução de João Baptista Machado. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2002.

CORDEIRO, António Menezes. *Tratado de direito civil português. Gestão de negócios. Enriquecimento sem causa. Responsabilidade civil*. Coimbra: Almedina, v. II, t. III, 2010. p. 138-139.

DINIZ, Maria Helena. *Teoria das obrigações contratuais e extracontratuais*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2023.

Gomes, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense. 17a ed. 1997.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil Brasileiro: Contratos*. Vol. 3. 19. ed. São Paulo: Saraiva, 2020.

KÖTZ, Hein. *European Contract Law*. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

Martins-Costa, Judith; Costa e Silva, Paula. *Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação – estudo de direito comparado luso-brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

_____. *A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. *Apelação Cível* n. 1011775-24.2019.8.26.0068, 28ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. Maia da Cunha, data do julgamento: 25 ago. 2020, DJe 27 ago. 2020. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=14491352&cdForo=0>> acesso em 04/06/2025

_____. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. *Apelação Cível* 1055623-26.2023.8.26.0002. 13ª Câmara de Direito Privado. Rel. Des. Márcio Teixeira Laranjo. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=18130158&cdForo=0>> acesso em 04/06/2025.

SERPA LOPES, Miguel Maria de. *Curso de Direito Civil*. Vol. III. 4. ed. São Paulo: Freitas Bastos, 1954.

VON BAR, *Christian*. *Non-Contractual Liability Arising out of Damage Caused to Another*. Oxford: Oxford University Press, 2009.

“FINFLUENCERS”: REGULAÇÃO DE INFLUENCIADORES DIGITAIS FINANCEIROS NO MERCADO DE CAPITAIS

Vitor Camolesi Guimarães (Universidade de São Paulo - USP)⁹⁵

Resumo: Este artigo explora a atuação dos influenciadores digitais financeiros (“*finfluencers*”) no mercado de capitais, através da análise de sua natureza, motivações e impacto sobre o mercado. O objetivo é identificar os riscos apresentados pelos *finfluencers* aos investidores de varejo e ao regular funcionamento do mercado, e as medidas tomadas pelas entidades reguladoras e autorreguladoras para endereçar esses riscos. O trabalho inclui uma análise de exemplos de ilícitos do mercado de capitais nos quais a atuação dos *finfluencers* pode, eventualmente, se enquadrar; e um levantamento de instrumentos normativos e não-normativos, emitidos no Brasil e em jurisdições internacionais, que guiam a regulação de *finfluencers*. Ao final, identifica-se um modelo regulatório pautado por (i) preocupação com a transparência das relações contratuais firmadas entre *finfluencers* e demais agentes de mercado; (ii) atribuição de responsabilidade aos agentes regulados que contratam *finfluencers*; e (iii) inclusão dos *finfluencers* no alcance de normas regulatórias e esforços de supervisão já existentes.

Palavras-chave: Influenciadores Digitais; Influência; Mercado de Capitais; Regulação; Autorregulação; Atividades Reguladas; Manipulação de Mercado.

Abstract: This paper explores the role of financial digital influencers (“*finfluencers*”) in capital markets, through an analysis of their nature, motivations, and impact on the markets. The objective is to identify the risks posed by *finfluencers* to retail investors and to the regular functioning of the market, as well as the measures adopted by regulatory and self-regulatory entities to address these risks. The study includes an analysis of examples of capital markets violations that

95 Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. Advogado em São Paulo, atuante nas áreas de Direito Societário e Regulação de Mercado de Capitais.

may involve the activities of influencers and a survey of normative and non-normative instruments issued in Brazil and internationally that guide the regulation of influencers. Finally, a regulatory model is identified, based on (i) concern for transparency in contractual relationships between influencers and other market agents; (ii) assigning responsibility to regulated entities that engage influencers; and (iii) including influencers within the scope of existing regulatory frameworks and supervisory efforts.

Keywords: Digital Influencers; Influence; Capital Markets; Regulation; Self-Regulation; Regulated Activities; Market Manipulation.

1. INTRODUÇÃO

A expansão das redes sociais e da quantidade de seus usuários nas últimas décadas trouxe consigo uma ampla gama dos chamados influenciadores digitais. Esses indivíduos se destacam nas plataformas através da produção de conteúdos variados que conferem autoridade aos seus criadores em seus respectivos nichos dentro das redes. Dentre as diversas categorias temáticas de influenciadores digitais, é de especial interesse para nós aquela dos influenciadores financeiros, “*financial influencers*” ou, simplesmente, “*influencers*”.

Os *influencers* encontram nas redes sociais um ambiente fértil para a disseminação de seu conteúdo e populado por usuários atraídos por publicações que combinam entretenimento e educação financeira, sendo que a popularidade desses influenciadores é particularmente significativa entre usuários jovens que procuram uma fonte de informação para guiar suas decisões financeiras⁹⁶⁻⁹⁷.

96 Nesse sentido: “Content tagged with the hashtag #stocktok has been seen over a billion times. Charismatic influencers offering both financial entertainment and education are popular among young audiences. One survey found that about four in 10 Gen Zers—ranging in age from 18 to 26—get their investment information from TikTok.” (CHERDACK, Melanie. Pushes, Tweets, Emojis and Fintok: Emerging Tech Meets Old School Securities Regulation. **Piaba Bar Journal**, v. 30, n. 3, 2023, p. 341).

97 Conforme, também: “In the time they spend on social media, younger users—particularly those aged twenty to twenty-nine—are turning to these types of platforms for financial advice far more often than the older range of users, with each successive

Apesar dos potenciais benefícios que a atuação dos *finfluencers* oferece à democratização do acesso a educação financeira, a atividade desses agentes, especialmente quando ignorada ou deficientemente endereçada pelos reguladores do mercado de capitais, pode apresentar riscos à segurança dos investidores de varejo e ao regular funcionamento do mercado⁹⁸. Por esse motivo, conforme evidenciaremos ao longo desse trabalho, as entidades reguladoras e autorreguladoras do mercado de capitais têm estudado e buscado aplicar sobre os *finfluencers* regras e princípios regulatórios já consolidados na disciplina do mercado de capitais.

Este artigo objetiva, então, explorar o papel exercido pelos *finfluencers* no mercado de capitais, a forma como esses indivíduos se relacionam com os demais participantes de mercado, os riscos apresentados pela atividade desses influenciadores, e as respectivas respostas – inclusive através da aplicação de instrumentos normativos preexistentes – da regulação e autorregulação de mercado a esses riscos. Além disso, almeja-se identificar se há características específicas que têm guiado, ou guiarão, a formação e aplicação de um modelo regulatório ideal ao endereçamento da atuação dos *finfluencers*.

age group relying on social media less for financial advice. [...] Around eighty percent of users aged twenty to twenty-nine seek out financial advice on social media rather than from a more traditional source.” (ARROWOOD, Spencer B. TikTok: Is it Time to Regulate “Finfluencer” Investment Advice on Social Media? **North Carolina Banking Institute**, v. 28, n. 1, 2024, p. 433).

98 Exemplificativamente: “Since 2020, user reported losses from fraud on social media platforms have ballooned due to scams. Fraud losses more than doubled from 2021 to 2022, rising from \$1.8 billion to \$3.8 billion in each respective year. This rapid increase in reported fraud presents a heightened need for financial consumer protection in the online space. [...] While losses resulting from online investment advice can be due to fraud, they can also result from legitimate advice about an investment that is not suitable for a particular investor. When investment advice is not suited to the individual investor, it can have the same practical effect as outright fraud with resulting financial harm.” (ARROWOOD, *op. cit.*, pp. 440-441).

2. INFLUENCIADORES DIGITAIS: BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO

Um elemento recorrente nas tentativas de delimitação do termo “influenciador digital” é o caráter profissional, publicitário e lucrativo da atividade. Isto é, ainda que um produtor de conteúdo digital inicialmente atue de forma amadora, à medida que se aproximar da caracterização de “influenciador digital”, sua atividade, tanto na publicação de conteúdo quanto no gerenciamento por trás das publicações, será cada vez mais sofisticada e passará a incluir a promoção do consumo de produtos ou serviços próprios ou de terceiros⁹⁹. Destacamos a definição proposta por Primo, Matos e Monteiro¹⁰⁰, segundo a qual influenciadores digitais são:

aqueles criadores de conteúdo, na internet, voltados para um nicho específico, cujo processo produtivo constitui um negócio, sustentado por práticas de marketing, visando a promoção de produtos de terceiros e/ou venda dos próprios serviços e mercadorias – como cursos online, camisetas, canecas, livros, jogos, brinquedos, cursos online etc.

99 Cf. CAMARGO, Isadora; ESTEVANIM, Maynna; DA SILVEIRA, Stefanie C. Cultura participativa e convergente: o cenário que favorece o nascimento dos influenciadores digitais. **Revista Comunicare**, v. 17, ago. 2017, p. 110: “Estes usuários-produtores, a partir das ‘novidades’ das redes, do boom dos vídeos online e das plataformas de self-broadcast, como o Youtube, passam a se ‘profissionalizar’ em um primeiro momento de uma forma espontânea e até amadora – o uso das plataformas é um espaço para disseminar comentários, opiniões ou avaliações sobre determinados produtos, por exemplo. Assim, os chamados prosumers tornam-se personagens de atualização constante, com incorporação de roteiro, estratégias de frequência de publicações ou até de formas de disseminação/viralização por meio de amigos, em primeiro lugar, e depois de núcleos de amigos dos amigos até chegarem a comunidades desconhecidas, mas que se aglutinaram para acessar aquele conteúdo. [...] Daí percebe-se uma profissionalização inerente à presença desses atores nas plataformas sociais e à formação de seguidores ou fãs em torno dos conteúdos disseminados por eles.”

100 PRIMO, Alê; MATOS, Ludimila; MONTEIRO, Maria. **Dimensões para o Estudo dos Influenciadores Digitais**. Salvador: EDUFBA, 2021, p. 7.

Ao estudarmos influenciadores digitais, constatamos que a influência desses agentes está intimamente ligada à sua capacidade de afetar as decisões de consumo de suas audiências. Ao se especializarem em um campo específico e consistentemente produzirem conteúdo relacionado a esse nicho, os influenciadores digitais adquirem uma aura de credibilidade que reforça suas opiniões e recomendações, e se tornam capazes de, justamente, influenciar o sentimento do público frente a determinados produtos e serviços. Essa capacidade torna os influenciadores agentes de comunicação valiosos para marcas comerciais que desejam realizar publicidade direcionada a um determinado segmento demográfico, já que um influenciador digital que goza da confiança de seu público é capaz de influenciar positivamente a intenção de compra e o envolvimento do público com uma marca¹⁰¹.

Assim, valendo-se de seu poder de influência, influenciadores digitais são contratados para endossar marcas, produtos ou serviços em suas publicações, o que monetiza a atividade de influência e caracteriza a estratégia conhecida como “*influencer marketing*”¹⁰². Além disso, os influenciadores têm a opção de obter retornos financeiros a partir de

101 Nesse sentido: “Aqui, é natural e automática a menção ao denominado ‘poder de influência’ dos criadores de conteúdo nas redes sociais, justamente por isto designados como influenciadores digitais. Ora, ao reiteradamente produzir conteúdo em suas redes sociais, estes foram ao longo dos anos angariando um público fiel (seus seguidores), que está sempre atento ao que ali é publicado. E então, com a criação de verdadeiros laços afetivos entre estes criadores e seu público, esta audiência passa a levar em consideração todas as dicas e recomendações que os influenciadores dão em seus perfis. [...] Esta posição privilegiada de influência é determinante na contratação por anunciantes para a realização de publicidade online [...]” (MOSSE, Cassio N. G.; MACHADO, Dante V. O. A publicidade, o direito e as redes sociais. In: MOSSE, Cassio N. G. (Org.). **Social Media Law: O Direito nas Redes Sociais**. 2ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2022, p. 4).

102 Nesse sentido: “Influencer marketing is a marketing strategy that uses the influence of key individuals or opinion leaders to drive consumers’ brand awareness and/or their purchasing decisions. [...] In addition, social media influencers have usually already established themselves by specializing in specific areas. This means that consumers are more likely to accept or trust influencers’ opinions when those influencers collaborate with brands that correspond well to their personal areas of expertise”. (LOU, Chen; YUAN, Shupe. Influencer Marketing: How Message Value and Credibility Affect Consumer Trust of Branded Content on Social Media. **Journal of Interactive Advertising**, v. 19, n. 1, 2019, p. 2).

incentivos monetários oferecidos pelas próprias plataformas em que atuam, com base em métricas de performance e engajamento¹⁰³.

No âmbito do mercado de capitais, a ideia de que o conteúdo produzido por um indivíduo e transmitido aos investidores na forma de um material específico é capaz de influenciar decisões de investimento está presente, principalmente, na regulação dos analistas de valores mobiliários¹⁰⁴, de forma que, conforme exporemos mais adiante, a preocupação regulatória se volta, dentre outros temas, a endereçar a sobreposição entre a atividade de influência e a atividade de análise de valores mobiliários.

3. FINFLUENCERS

Delineados os conceitos elementares da influência digital, passamos a restringir nossa análise e adentrar o campo dos “*financial influencers*”, ou “*finfluencers*”. Aqui, exploraremos a definição de “*finfluencer*”, o escopo de atuação desses agentes e peculiaridades de sua influência sobre o público.

3.1 O FINFLUENCER LATO SENSU

Parte da literatura entende que o termo “*finfluencer*” extrapola o âmbito dos influenciadores digitais como definidos no capítulo anterior. Essa corrente utiliza a denominação em questão para se referir a qualquer “pessoa ou entidade que tem grande impacto nas decisões

103 Nesse sentido: “Os influenciadores esforçam-se em manter a visualização dos conteúdos e as métricas de engajamento em crescimento constante, pois sua remuneração depende de porcentagem dos ganhos com publicidade compartilhada pelas plataformas e de contratos estabelecidos com agências e anunciantes.” (PRIMO, MATOS, MONTEIRO, *op. cit.*, p. 37).

104 Isso é evidenciado pela redação do art. 1º, §1º, da Resolução CVM nº 20/2021: “Para os fins da presente Resolução, a expressão ‘relatório de análise’ significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.”

de investidores através de influência nas redes sociais”¹⁰⁵. Trata-se de uma definição ampla e que abarca, além de influenciadores digitais propriamente ditos, personalidades que não dedicam sua atividade digital exclusivamente à influência e produção de conteúdo financeiro, mas que, incidentalmente, alcançam resultados semelhantes, devido à influência que obtém a partir de meios e processos diferentes daqueles que se aplicam aos influenciadores digitais. Dessa forma, celebridades, figuras políticas, figuras corporativas e até mesmo influenciadores digitais de outros nichos, por exemplo, também seriam *finfluencers* em potencial¹⁰⁶. Encaramos essa forma de conceituação como uma definição *lato sensu* de “*finfluencer*”.

3.2 O *FINFLUENCER STRICTO SENSU*

Conforme estabelecemos no capítulo anterior, influenciadores digitais se especializam em nichos específicos que ditam o conteúdo publicado em suas redes. Dessa forma, entendemos os *finfluencers* (em sentido estrito) como uma categoria de influenciadores digitais cujo nicho de atuação são finanças e os mercados financeiro e de capitais. Em geral, ao propor definições para essas figuras, a doutrina destaca: (i) o tipo de conteúdo produzido pelos *finfluencers*; e (ii) a influência dos *finfluencers* sobre as decisões financeiras (especialmente em

105 GUAN, Sue S. The Rise of the Finfluencer. **New York University Journal of Law & Business**, v. 19, n. 3, 2023, p. 493 (tradução nossa).

106 Cf. *Ibid.*, p. 493: “Various types of finfluencers exist in today’s markets, ranging from celebrities such as Kim Kardashian to corporate personalities like Elon Musk or Ryan Cohen to ordinary investors who develop followings on YouTube, TikTok, and other social media platforms.”

investimentos) de sua audiência¹⁰⁷. Destacamos o conceito proposto por Rogge e Eynde¹⁰⁸:

Finfluencers are social media influencers who focus on providing financial advice, education, recommendations and opinions, typically on platforms such as Instagram, TikTok, YouTube, Discord, Twitter, but also on self-made blogs and email newsletters, often in return for some form of direct or indirect remuneration. They aim to influence the financial behaviour and decisions of their followers and audiences through the content they create and share.

Sobre o conteúdo das publicações dos *finfluencers*, os autores destacam o compartilhamento de “*investment ideas, trading tips, budgeting advice and other financial content in a casual and relatable tone*”, além do uso de *hashtags* como “*#FinTok, #FinTwit, #StockTok, #Findependence*”¹⁰⁹⁻¹¹⁰. A publicação desse tipo de conteúdo auxilia o

107 Nesse sentido: “Financial influencers, commonly known as finfluencers, are individuals who provide unsolicited investment advice on social media platforms. Many finfluencers have large followings and their recommendations can have a significant impact on the investment decisions made by retail investors” (KAKHBOD *et. al.* Finfluencers. **Swiss Finance Institute Research Paper Series**, n. 23-30, 2023, p. 1); e “A ‘Finfluencer’ is a social media influencer who promotes financial advice to their followers. Finfluencers, due to their popular or cultural status, influence financial decision-making through social media promotions or recommendations” (CHERDACK, *op. cit.*, p. 341).

108 ROGGE, Niels; EYNDE, Sinan Vanden. The Legal Implications of Disclaimers Used by Finfluencers. Ghent University Financial Law Institute Working Paper Series, Working Paper 2023-15, 2023, p. 1.

109 ROGGE, Niels; EYNDE, Sinan Vanden. The Legal Implications of Disclaimers Used by Finfluencers. **Ghent University Financial Law Institute Working Paper Series**, Working Paper 2023-15, 2023, p. 2.

110 Semelhantemente: “Generally, finfluencers discuss educational information on topics including investments, personal finance, credit card debt, 401(k)s, real estate, and negotiations. Finfluencers also often share their personal experiences with securities, advertise for specific financial products, and advise viewers on how they should invest their money” (MANFREDO, Tamra. How to Make \$1 Million in 30

finfluencer a construir uma aparência de autoridade no que diz respeito ao universo financeiro e a adquirir a confiança de seus seguidores¹¹¹.

Em uma perspectiva nacional, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) conceitua os *finfluencers* como “aqueles influenciadores digitais que produzem conteúdo sobre investimentos, finanças pessoais e educação financeira, e engajam milhares de seguidores em diversas mídias sociais”¹¹².

Assim como os influenciadores digitais em geral, os *finfluencers* monetizam sua atividade através de três “métodos” tradicionais:

- i. Incentivos monetários oferecidos pelas próprias plataformas de redes sociais, com base na performance e engajamento das publicações do *finfluencer*¹¹³⁻¹¹⁴;
- ii. Publicidade e venda de produtos e serviços próprios, como “sessões de coaching individual, cursos online, ou livros”. Essa publicidade pode envolver promessas de que “os consumidores obterão retornos futuros superiores após adquirirem os serviços ou produtos”, e contar com evidências

Seconds or Less: The Need for Regulations on Finfluencers. *Louisiana Law Review*, v. 84, n. 2, 2024, p. 823)

111 Cf. GUAN, *op. cit.*, p. 505: “Ordinary retail investors can also become influencers by developing followings on social media platforms such as Twitter, YouTube, TikTok, Instagram or Reddit that make it relatively easy to become this type of influencer. [...] Because they are usually not famous for separate reasons, they often build their influence by demonstrating their expertise to their followers by, for example, providing general investment advice. They may also promote specific stocks or financial products.”

112 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: CVM, 2023, p. 13.

113 MANFREDO, *op. cit.*

114 Cf., ainda, PFLÜCKE, Felix. Regulating Finfluencers. *Journal of European Consumer and Market Law*, v. 11, n. 6, 2022, p. 4: “Finfluencers discuss their well-intentioned investment strategies and decisions on social media. The audience of Finfluencers benefits from ‘free’ content, and Finfluencers generate revenue according to clicks via social media platforms, for example, the TikTok Creator Fund or YouTube AdSense.”

(reais ou não) da performance financeira positiva obtida pelo próprio *finfluencer*¹¹⁵⁻¹¹⁶; e

- iii. Publicidade de produtos e serviços de terceiros, em troca, por exemplo, de uma comissão paga pelo contratante ao *finfluencer* para cada cliente obtido a partir da publicidade realizada nas plataformas do *finfluencer*¹¹⁷.

3.3 DESEMPENHO DOS *FINFLUENCERS*

Por um lado, pode-se imaginar que, intuitivamente, a credibilidade, a popularidade e a performance de um *finfluencer* estariam ligadas à qualidade de suas recomendações financeiras: se suas sugestões fossem tecnicamente adequadas e bem fundamentadas, e consistentemente proporcionassem bons resultados aos seguidores, o *finfluencer* gozaria de um status positivo perante o público e apresentaria boas métricas de performance em suas plataformas; se não, o *finfluencer* seria visto pelo público como desconfiável, perderia seguidores e apresentaria métricas insatisfatórias. Por outro lado, essa dinâmica apresenta nuances adicionais que fazem com que a relação

115 *Ibid.*, p. 5 (tradução nossa).

116 A título exemplificativo, em 16/10/2024, a descrição do perfil do *finfluencer* Thiago Nigro (“O Primo Rico”) no Instagram contava com um link que direcionava o usuário para uma página com *banners* clicáveis convidando o usuário a adquirir: **(i)** ingressos para o evento de finanças “Finday 2024”; **(ii)** serviços de consultoria de investimentos da Portfel Consultoria Financeira e Corretora de Seguros Ltda. (empresa integrante do “Grupo Primo”, fundado por Thiago Nigro); **(iii)** serviços de “planejamento financeiro” da Grão Gestão de Recursos Ltda. (gestora de recursos independente, também integrante do Grupo Primo); e **(iv)** o livro “O Homem que Comprou o Tempo”, de autoria de Thiago Nigro.

117 Nesse sentido: “Influencers collaborate with third parties and advertise their products in return for a commission on sales. An example is affiliate links where Influencers get a commission in case their viewers sign up for an online broker. Advertising third-party products also include giveaways via affiliate links, for example, free stocks or a credit on retail investment platforms” (PFLÜCKE, *op. cit.*, p. 6); e “Often, they are compensated through affiliate marketing, where they receive compensation for each customer referred to a business through their marketing efforts. An affiliated influencer frequently uses a specific URL or a personalized code identifying them as a customer referral source. Customers can use that code when engaging with the promoted business.” (CHERDACK, *op. cit.*, p. 342).

qualidade/performance não seja tão simples. Isso é evidenciado por Kakhbod *et. al.*¹¹⁸, que constatam que “*unskilled and antiskilled influencers have more followers, more activity, and more influence on retail trading than skilled influencers*”, e que, nesse campo, “*skill is not a significant determinant of survival*”.

O primeiro fator a considerarmos é a criação de uma câmara de eco: se aqueles que consideram as informações publicadas tecnicamente incorretas, ou para quem adotar as recomendações de um *finfluencer* teve resultados negativos, deixarem de “seguir” aquele *finfluencer*, a comunidade ali restante será composta exclusivamente de seguidores que acreditam nas recomendações e/ou obtiveram bons resultados. Então, os membros dessa comunidade compartilharão suas experiências positivas e atrairão novos seguidores, gradualmente aumentando o engajamento, métricas e performance geral do *finfluencer* em questão¹¹⁹.

Além disso, o (relativamente) baixo nível de educação financeira e a busca por oportunidades de aumentar essa educação fazem com que o investidor de varejo médio tenda a acreditar no que um *finfluencer* tem a dizer¹²⁰, ainda que as publicações não sejam adequadamente fundamentadas¹²¹, e especialmente se o *finfluencer*

118 KAKHBOD *et. al.* Finfluencers. Swiss Finance Institute Research Paper Series, n. 23-30, 2023, p. 1.

119 COBAN, Fidelya. **Are finfluencers the new experts in the field of investment advice?** Utrecht University School of Economics, Master thesis, 2023.

120 Nesse sentido: “These relationships of trust are deepened by the fact that the typical retail investor has low financial literacy, leading him or her to more easily believe what the influencers say. Many retail investors recognize their low financial literacy and desire more educational opportunities. [...] To TikTok viewers, finfluencers appear to know a good deal about the stock market. However, viewers with low financial literacy and no financial education will likely fail to discern whether a finfluencer is actually knowledgeable about the stock market rather than just appearing to be knowledgeable. If retail investors were better educated about investing, they would likely know to be skeptical when influencers say something that seems too good to be true and would verify the information using reliable sources before acting on it.” (MANFREDO, *op. cit.*, pp. 854-855).

121 Nesse sentido: “This increased access to unverified information may increase the probability of taking a wrong trading decision and, by consequence, incurring financial losses. In this context, the risks of substantial detriment remain high, especially for less-informed investors or investors with limited means, knowledge and

já tiver uma comunidade de seguidores estabelecida¹²². Mesmo após um investidor adotar e “testar” as recomendações de um *finfluencer*, avaliar a qualidade das informações disseminadas pelo *finfluencer* continua sendo uma tarefa complexa e que envolve mais nuances do que a avaliação tradicional sobre um influenciador digital de outro nicho¹²³.

Ao se deparar com o perfil de um *finfluencer* que faz publicações com alta frequência e conteúdo apelativo (como oportunidades de investimento com retorno rápido, por exemplo), um investidor pode acreditar que essas são evidências de boa qualificação do *finfluencer*. Porém, Kakhbod *et. al.* constata que “*skilled finfluencers are less active than unskilled and antiskilled influencers*”, e que “*skilled finfluencers are return-, social sentiment-, and news-contrarian*”, enquanto “*antiskilled finfluencers ride return momentum and social sentiment momentum and are likely to chase returns*”¹²⁴.

4. OS RISCOS DA ATUAÇÃO DESREGULADA DOS **FINFLUENCERS**

No final do capítulo anterior, começamos a dar forma aos riscos que podem ser apresentados pelos *finfluencers* aos investidores de varejo, especialmente no que tange à disseminação de informação e

experience. The lack of financial skills might lead them to follow (non-professional) influencers’ recommendation with the risk to be exposed to manipulative schemes such as, for example, pump and dump. This equates to a high probability of taking the wrong trading decision and incurring in substantial losses.” (EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. **Social media sentiment: influence on EU equity prices.** ESMA50-524821-3157. Paris: ESMA, 2024, p. 4. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/trv-article-social-media-sentiment-influence-eu-equity-prices>. Acesso em: 23 nov. 2024).

122 ARROWOOD, *op. cit.*

123 Nesse sentido: “To the extent they are sharing investment advice or market information, finfluencers may experience even less of a direct link between reputation and honest performance. When a traditional brand influencer promotes a product, their followers can test it out and assess the influencer’s honesty and trustworthiness. But assessing investment advice is notoriously noisy. The behavior and performance of traditional broker-dealers and financial advisors is already difficult to monitor.” (GUAN, *op. cit.*, p. 550).

124 KAKHBOD *et. al.*, *op. cit.*, p. 3.

conselhos financeiros de baixa qualidade técnica. Neste capítulo, nos aprofundaremos nos riscos da atuação desregulada dos *finfluencers* sob a luz de quatro potenciais condutas ilícitas que já são objeto de atenção da regulação do mercado de capitais, a saber: (i) conflito de interesses; (ii) exercício de atividade regulada sem registro; (iii) oferta pública irregular; e (iv) manipulação de preços.

4.1 CONFLITO DE INTERESSES E TRANSPARÊNCIA

Conforme já exposto, é comum que ao menos parte da audiência dos *finfluencers* disponha de uma educação financeira limitada, o que leva esse público a buscar, nas recomendações dos *finfluencers*, um “manual” de gestão financeira e investimentos. Porém, como também já constatamos, o conteúdo publicado pelos *finfluencers* nem sempre tem solidez técnica, já que a motivação monetária desses criadores é baseada nas métricas de visualização e engajamento e em parcerias comerciais para publicidade.

Dessa forma, o conflito de interesses pode surgir na medida em que as informações, “dicas” e recomendações publicadas refletem não o melhor interesse do público que as consumirá e colocará em aplicação, mas meramente o esforço de maximização do lucro que o *finfluencer* aferirá a partir daquele conteúdo. Uma publicação que recomenda aos seguidores que utilizem uma plataforma *online* de investimentos pode ser feita não porque o *finfluencer* avaliou e identificou boa qualidade naquela plataforma, mas porque o *finfluencer* receberá um certo valor monetário para cada usuário que passar a utilizar a plataforma devido àquela publicidade¹²⁵ – que não necessariamente foi apresentada com transparência ao público. A divulgação de um curso de investimentos oferecido pelo próprio *finfluencer* pode ser feita não porque aquele

125 Nesse sentido: “Additional evidence emerged that some Finfluencers received a commission based on how much money consumers invested with these broker platforms. This commission-based system led to a significant increase in advertisements for high-risk financial products, such as contracts for difference (CFD) trading, allowing investors to work with leverage.” (PFLÜCKE, *op. cit.*, p. 6).

curso tem, de fato, alto valor educacional, mas porque, evidentemente, o *finfluencer* lucrará com a venda de matrículas no curso.

Os conflitos de interesses dos *finfluencers*, presentes em quase todos os casos em que há incentivos financeiros, podem ter consequências graves aos investidores que, acatando recomendações inadequadas aos seus perfis, vêm a sofrer danos financeiros¹²⁶.

Refletindo essa preocupação, a CVM entende que:

Quando falamos de investimento e valores mobiliários específicos, a falta de transparência acerca do fato de que tal opinião consiste em conteúdo patrocinado, pode gerar danos a investidores [...] porque podem ser influenciados a adquirir produtos e serviços inadequados ao seu perfil, ou então executar operações financeiras as quais não executariam caso contrário, acarretando em uma situação comparativamente desfavorável.¹²⁷

4.2 EXERCÍCIO DE ATIVIDADE REGULADA SEM REGISTRO

Uma das principais preocupações dos órgãos reguladores em relação aos *finfluencers* é o eventual exercício, por esses criadores, de atividades que, materialmente, vão de encontro àquelas reguladas por

¹²⁶ PFLÜCKE, *op. cit.*

¹²⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: CVM, 2023, p. 11.

esses órgãos e que exigem, para o seu exercício formal, autorizações e/ou certificações específicas^{128,129}.

A CVM identifica as três principais atividades regulamentadas que os *finfluencers*, apesar de não serem regulamentados, assumem¹³⁰ informalmente:

- i. *Assessor de Investimentos ou Agente Autônomo de Investimentos*. A Resolução CVM nº 178/2023 exige que os assessores de investimento, atuando como prepostos de intermediários integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, possuam registro perante a CVM¹³¹ e credenciamento feito por entidades credenciadoras autorizadas pela CVM¹³². A norma inclui nas atividades do assessor de investimento: a) prospecção e captação de clientes; b) recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis; e c) prestação de

128 Nesse sentido, a CVM pontua que “[...] é importante ressaltar que nem todos os influenciadores financeiros são efetivamente especialistas ou têm qualificações profissionais, como é o caso de analistas de valores mobiliários, consultores, assessores de investimento, entre outros, que exercem atividades reguladas que demandam autorizações por parte desta Autarquia. Nesse sentido, é válido destacar que as normas emitidas pela CVM se aplicam a todos os profissionais que exercem, em sua essência, as atividades que recaem dentro do perímetro da regulação da Autarquia, independentemente das formas de apresentação, divulgação e disseminação do trabalho destes profissionais” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de consulta pública SDM nº 04/2023**. Rio de Janeiro, 2023).

129 Semelhantemente, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), dos Estados Unidos, “has been concerned about finfluencers, particularly because most of them provide investment advice or recommendations to the public without being registered as investment advisers or brokers” (KAKHBOD *et. al.*, *op. cit.*, p. 1).

130 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: CVM, 2023.

131 “Art. 11. O assessor de investimento deve ser registrado na forma desta Resolução.”

132 “Art. 12. O registro para o exercício da atividade de assessor de investimento será concedido automaticamente pela CVM à pessoa natural e à pessoa jurídica credenciadas na forma desta Resolução”; “Art. 13. O credenciamento dos assessores de investimento é obrigatório”; e “Art. 14. O credenciamento de assessores de investimento é feito por entidades credenciadoras autorizadas pela CVM, na forma dos arts. 15 e 16 desta Resolução.”

informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários em nome dos quais atue¹³³. Um *finfluencer*, ao realizar uma publicação que divulga os serviços de uma entidade de intermediação de valores mobiliários (como uma corretora e distribuidora, por exemplo), e convidar seus seguidores a utilizar a plataforma daquela entidade, pode invadir a competência de “prospecção e captação de clientes”, reservada aos assessores de investimento. Essa mesma publicação, a depender do nível de detalhamento, pode caracterizar “prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários”;

- ii. *Consultor de Valores Mobiliários*. A Resolução CVM nº 19/2021 reserva a consultoria de valores mobiliários aos consultores autorizados ou reconhecidos pela CVM¹³⁴, e define a atividade como “a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente”¹³⁵. A prestação desses serviços pode se dar por meio de orientação, recomendação e aconselhamento sobre: a) classes de ativos e valores mobiliários; b) títulos e valores mobiliários específicos; c) prestadores de serviços no âmbito do mercado de valores mobiliários; e d) outros aspectos relacionados às atividades abarcadas pela definição apresentada¹³⁶. Não é difícil imaginar que, ao realizar publicações em que analisa e recomenda certas carteiras ou opções de investimento, um *finfluencer*

133 Art. 3º, incisos I a III.

134 “Art. 2º A consultoria de valores mobiliários é atividade privativa de consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, no caso de consultores domiciliados no Brasil, ou por ela reconhecidos, no caso de consultores domiciliados no exterior.”

135 Art. 1º, *caput*.

136 Art. 1º, §1º, incisos I a IV.

possa invadir a competência reservada aos consultores de valores mobiliários. Esse nem sempre é o caso, já que a publicação de conteúdo genérico e destinado à coletividade de seguidores remove o caráter “individualizado” da suposta orientação, recomendação ou aconselhamento. Porém, essa individualização pode ser caracterizada no âmbito de cursos particulares ou sessões de perguntas e respostas (e.g. em “lives” ou através de caixas de perguntas nos “stories” do Instagram), por exemplo¹³⁷; e

- iii. *Analista de Valores Mobiliários*. A Resolução CVM nº 20/2021 reserva a atividade de análise de valores mobiliários aos analistas de valores mobiliários credenciados em entidade autorizada pela CVM¹³⁸, e caracterizados como “a[s] pessoa[s] natura[is] ou jurídica[s] que, em caráter profissional, elabora[m] relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes”¹³⁹. Um elemento central dessa atividade é o “relatório de análise”, que “significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento”. A Resolução CVM nº 20 também equipara a relatórios de análise as “exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não escritas, cujo conteúdo seja típico

137 Nesse sentido: “Conversely, the provision of objective information, such as facts or figures, without any comment or suggestion to the viewer, is not a recommendation. As influencers often communicate in broad and general terms, their content will often fall outside the scope of a personal recommendation and therefore will not qualify as investment advice. However, there may be situations where a finfluencer’s ‘tips’ are tailored to an individual’s situation, such as through specific courses or Q&A sessions, which may lead to a circumstance where that tip could be considered a ‘personal recommendation’”. (ROGGE, EYNDE, *op. cit.*, p. 4)

138 Art. 2º.

139 Art. 1º, *caput*.

de relatório de análise”¹⁴⁰. A amplitude do conceito de relatório de análise, somada ao fato de que, diferentemente do que ocorre na consultoria de valores mobiliários, não há necessidade de que o conteúdo seja personalizado a uma orientação individual, aumenta as chances de intersecção entre a atividade de análise de valores mobiliários e a produção de conteúdo típica dos *finfluencers*¹⁴¹. Além disso, a multiplicidade de formas de monetização da atividade dos *finfluencers* facilita a caracterização da potencial produção de relatórios de análise como “profissional”¹⁴².

Apesar de destacar as três atividades regulamentadas citadas acima, a CVM se preocupa, de maneira similar, com a invasão, pelos *finfluencers*, de atividades privativas de outras figuras regulamentadas pela autarquia¹⁴³.

140 Art. 1, §2º.

141 Nesse sentido: “É válido reforçar que a CVM entende que a disseminação de opiniões sobre valores mobiliários específicos por intermédio de plataformas de mídias e redes sociais, bem como a divulgação de carteiras recomendadas pode caracterizar a atividade de analista de valores mobiliários. Tal enquadramento ocorre porque, ao contrário das demais categorias de agentes regulados, a opinião do analista não é direcionada para um destinatário específico, mas se destina ao mercado e a todos os investidores indiscriminadamente, ao passo que as demais categorias de agentes regulados, tais como consultores, gestores de carteiras administradas, intermediários e assessores de investimento, precisam, para a adequada prestação de suas atividades reguladas, conhecer o cliente, aplicar o *suitability* e oferecer, assim, um serviço customizado.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Consulta Pública SDM nº 04/23**. Rio de Janeiro, 2023)

142 Em consonância com esses pontos, o Ofício Circular nº 2/2019/SIN/CVM, da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN), veiculou entendimento de que transmissões ao vivo e acompanhamento diário durante o pregão online, por exemplo, seja por meio de sites da internet ou por redes sociais, podem ultrapassar o cunho educacional e se inserirem no conceito de relatório de análise, se exercidas de forma profissional, com obtenção de qualquer benefício, remuneração ou vantagem.

143 Nesse sentido, ver o PAS CVM nº 19957.002344/2021-15, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 25/10/2022, no âmbito do qual o Colegiado da CVM condenou um influenciador e *trader* pelo exercício de atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM, em infração ao art. 23 da Lei no 6.385/1976 c/c art. 2º da Instrução CVM nº 558/2015. O processo se originou a partir de

Ainda, a preocupação da CVM com a sobreposição entre a atividade exercida pelos *finfluencers* e as atividades reservadas a profissionais regulados está diretamente relacionada à disciplina dos conflitos de interesses. Isso porque o risco de atuação sob conflito de interesses se intensifica quando os *finfluencers* extrapolam o âmbito meramente educacional de sua produção de conteúdo e adentram o escopo profissional reservado pela regulamentação a agentes regulados¹⁴⁴. Quando um *finfluencer* exerce atividade privativa de figuras regulamentadas sem, contudo, obter a autorização necessária na forma da norma aplicável, ele atua, irregularmente, à margem das regras que disciplinam o tratamento de conflitos de interesses no exercício daquelas atividades¹⁴⁵.

denúncias de que o acusado estaria ofertando fundo de investimento com promessa de rentabilidade através de sua página no *Instagram*.

144 Cf.: “A atuação destes influenciadores coloca questões sobre a possível ausência de qualificação dos mesmos para opinar sobre investimentos. Há nessa atuação um enorme potencial para ocorrência de conflitos de interesse, ausência de transparência, fraudes e atuação que transita entre opinião pessoal, atividade educacional e atividade regulada (por exemplo, analista e consultor de investimentos)” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: CVM, 2023, p. 11).

145 Exemplificativamente, podemos citar: (i) “Art. 9º A informação transmitida aos investidores, nos termos do art. 8º, deve ser acompanhada de alerta específico sobre potenciais conflitos de interesse a que o assessor de investimento possa estar sujeito em razão da celebração do novo contrato, incluindo os decorrentes de diferenças de remuneração do assessor de investimento pela oferta de produtos e serviços e de incentivos financeiros associados à prospecção e captação, para o novo intermediário, de investidores com relacionamento comercial prévio junto ao intermediário original” (Resolução CVM nº 178/2023); (ii) “Art. 18. É vedado ao consultor de valores mobiliários: [...] IV – omitir informações sobre conflito de interesses e riscos relativos ao objeto da consultoria prestada” (Resolução CVM nº 19/2021); e (iii) “Art. 13. É vedado ao analista de valores mobiliários, pessoa natural e jurídica, bem como aos demais profissionais que efetivamente participem da formulação dos relatórios de análise: [...] II – omitir informação sobre conflito de interesses nas informações e comunicações de que trata o art. 14, nos relatórios de análise e em qualquer meio em relação ao qual o analista se manifeste sobre o relatório de análise” (Resolução CVM nº 20/2021).

4.3 OFERTA PÚBLICA IRREGULAR

A Lei nº 6.385/1976 determina que nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na CVM¹⁴⁶, e lista, entre os elementos caracterizadores de “emissão pública”, a utilização de prospectos ou anúncios destinados ao público¹⁴⁷, bem como a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores¹⁴⁸.

De forma semelhante, a Resolução CVM nº 160/2022 estabelece que “toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários, cujos destinatários sejam investidores residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deve ser submetida previamente a registro ou objeto de dispensa junto à CVM”¹⁴⁹. Nos termos dessa mesma norma, configura oferta pública de distribuição “o ato de comunicação oriundo do ofertante, do emissor, quando este não for o ofertante, ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, disseminado por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários”¹⁵⁰.

Ainda, a Resolução CVM nº 160/2022 exemplifica como atos que caracterizam uma oferta como pública “a procura, no todo ou em parte, de investidores indeterminados para os valores mobiliários, por meio de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições participantes do consórcio

146 Art. 19, *caput*.

147 Art. 19, §3º, I.

148 Art. 19, §3º, II.

149 Art. 4º.

150 Art. 3º, *caput*.

de distribuição”¹⁵¹, e “a utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral”¹⁵². Em relação a esse segundo caso, note-se também que caracterizam material publicitário anúncios, avisos, mensagens e similares, por meio de comunicação de massa eletrônico – incluindo as redes sociais¹⁵³ –, com estratégia mercadológica e comercial dirigida ao público investidor em geral com o fim de promover a subscrição ou aquisição de valores mobiliários¹⁵⁴.

Assim, ao divulgar, em nome próprio ou por contratação de terceiros, valores mobiliários ao seu público nas redes sociais, em uma tentativa de “despertar o interesse ou prospectar investidores”, *finfluencers* podem dar forma a uma oferta pública de valores mobiliários que, caso não tenha sido devidamente registrada na CVM, é irregular, em infração ao art. 19 da Lei nº 6.385/1976 e ao art. 4º da Resolução CVM nº 160/2022.

A oferta pública irregular divulgada por *finfluencers*, além de violar a regulamentação do mercado de capitais, oferece um risco aos investidores, uma vez que:

[o] registro da oferta é a segurança que o investidor tem de que ela ocorre de acordo com os preceitos estabelecidos na legislação e na regulamentação. A intenção é garantir a divulgação ampla e abrangente de informações completas sobre o emissor e a oferta, e permitir que todos os investidores participem da oferta em igualdade de condições, para que possam tomar suas decisões de investimento de forma consciente. É uma forma de proteção ao investidor.¹⁵⁵

151 Art. 3º, §1º, II.

152 Art. 3º, §1º, I.

153 Art. 2º, parágrafo único.

154 Art. 2º, XII.

155 BRASIL. Portal do Investidor. **O registro na CVM**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/ofertas-publicas-de-distribuicao/o-registro-na-cvm>. Acesso em: 14 jun. 2025.

4.4 MANIPULAÇÃO DE PREÇOS

O impacto do poder de influência exercido pelos *finfluencers* se manifesta não apenas nas decisões individuais de seus seguidores, mas pode se refletir, também, no nível macro de setores do mercado, e causar variações de preço em valores mobiliários.

A Resolução CVM nº 62/2022 veda, aos participantes do mercado de valores mobiliários, a manipulação de preços¹⁵⁶, definida como “a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda”¹⁵⁷. A vastidão da audiência – composta, principalmente, por investidores de varejo – de alguns *finfluencers* é capaz de transformar esse público em uma massa cujo comportamento no mercado, coordenado pelos *finfluencers*, funciona como ferramenta de manipulação de preços¹⁵⁸. Se o conteúdo publicado por um *finfluencer* exerce, como já verificamos, influência nas decisões de investimento de seus seguidores, então um *finfluencer* com amplo alcance pode, facilmente, induzir contingentes significativos de investidores a comprar ou vender um certo valor mobiliário, resultando na elevação ou queda da cotação desse mesmo valor mobiliário.

Podemos investigar o fenômeno da manipulação de preços por *finfluencers* a partir da perspectiva da motivação. Um *finfluencer* pode, em suas publicações, avaliar um certo valor mobiliário (i) positivamente,

156 Art. 3º.

157 Art. 2º, II.

158 Nesse sentido: “[...] influencers can reach a wide audience and provide powerful coordination mechanisms across followers, amplifying the price impact of group-based or coordinated trading. Building trust with followers is central to influencer reach, which is amplified by the broad impact of retail traders, often the bulk of their following”; “Because retail traders make up the bulk of influencer followers, influencers act as powerful coordination mechanisms for retail investors and create a feedback loop, further amplifying price impact”; e “In this way, influencers can shape not only price movements, but social and market conceptions of information. In doing so, influencers and their followers stand to have significant impact on markets.” (GUAN, *op. cit.*, pp. 508, 515 e 529, respectivamente)

por contratação de seu emissor ou de outro agente a quem interesse a valorização daquele valor mobiliário; (ii) negativamente, por contratação de qualquer agente a quem interesse a desvalorização daquele valor mobiliário; (iii) positivamente, por ter interesse em vender, em uma alta de preços, os títulos daquele valor mobiliários detidos por ele mesmo; ou (iv) negativamente, por ter interesse em comprar, em uma baixa de preços, títulos daquele valor mobiliário. Nos dois primeiros casos, o *finfluencer* age em favor de interesses de terceiros, e obtém vantagem econômica derivada da publicidade para a qual foi contratado a fazer¹⁵⁹. Nos dois últimos casos, o *finfluencer* age em favor próprio, e obtém vantagem econômica derivada diretamente da variação de preços provocada. Naturalmente, a possibilidade de um *finfluencer* produzir conteúdo enquanto oculta essas motivações potencializa o risco de atuação sob conflito de interesses que mencionamos anteriormente.

O risco de manipulação de preços por *finfluencers* é habilmente ilustrado por Guan (2022, pp. 534 e 550) quando a autora defende que:

if influencers can control, influence, or simply predict price movements due to trading by their followers, they can profit off of that trading. Finfluencers need not engage in fraud or manipulation to predictably profit off of their followers' trades, nor do they necessarily need to disseminate valuable information. Finfluencers simply tweet, post or trade, their followers pile in, and stock prices can move. [...] As finfluencers act as informational bottlenecks and shape the types of "information" reflected in stock prices, their incentives can become skewed and the information reaching investors can be limited or worsened. Finfluencers might lie, create bubbles, keep information private for longer, or release

159 Cf. *Ibid.*, p. 524: "If corporations pay finfluencers to promote stocks, the finfluencer-driven information signal provided by price movements can reflect ad-based bias in addition to traditional information and non-traditional information."

information only once it becomes stale (and after the finfluencer has traded on it).

5. O QUE JÁ EXISTE NA REGULAÇÃO DE *FINFLUENCERS*

As diversas formas através das quais a atividade de um *finfluencer* pode, eventualmente, trazer danos aos seus seguidores, aos investidores de varejo e ao regular funcionamento do mercado evidenciam a importância de que a atenção regulatória se volte a esses profissionais. Neste capítulo, então, investigaremos as iniciativas regulatórias aplicáveis a *finfluencers* e já implementadas na jurisdição brasileira e em jurisdições estrangeiras. Na análise, majoritariamente expositiva, sobre a jurisdição nacional, nosso foco recairá, principalmente, sobre iniciativas regulatórias – tanto na forma de normas regulamentadoras quanto na forma de orientações não vinculantes – nas quais a entidade reguladora destacou, explicitamente, a aplicação aos *finfluencers* (ainda que, em alguns casos, a terminologia utilizada seja outra, como simplesmente “influenciadores digitais”). Esse método será repetido nas análises sobre jurisdições estrangeiras, mas estas contarão, também, com a menção de normas financeiras tradicionais dos respectivos países para entender a aplicação de tais normas aos *finfluencers*, tal como fizemos no capítulo anterior. Ao final, destacaremos diretrizes propostas pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO).

5.1 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

Atualmente, não existe norma emitida pela CVM com o objetivo específico de regulamentar a atividade dos *finfluencers*. O tema, contudo, não é ignorado pela autarquia. Em 2014, a Assessoria de Análise e Pesquisa¹⁶⁰ publicou o “Levantamento preliminar sobre o

160 A então “Assessoria de Análise e Pesquisa” hoje leva o nome de “Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos”.

uso das mídias sociais em mercado de capitais em outros países”, que, apesar de não utilizar o termo “influenciadores”, já discutia questões relevantes à disciplina desses agentes.

Em novembro de 2020, para esclarecer suas interpretações sobre a atuação de pessoas (sejam elas *finfluencers* ou não) nas redes sociais na suposta oferta de serviços profissionais que dependam de registro na CVM, a SIN emitiu o Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN. O documento, publicado ainda durante a vigência da Instrução CVM nº 598/18 (que veio a ser substituída pela Resolução CVM nº 20/21), faz esclarecimentos quanto ao tipo de opinião sobre determinado valor mobiliário que poderia ser caracterizada como exercício da atividade de analista de valores mobiliários. Além disso, destaca (e grifamos) que:

[o] uso de avisos como “não se trata de recomendação de investimento”, “são opiniões apenas pessoais” ou com conteúdo semelhante serão ponderadas com a linguagem utilizada nas manifestações realizadas a respeito de valores mobiliários. De toda forma, *elas não tem poder de, por si apenas, descaracterizar o serviço de análise de valores mobiliários* caso se constate indícios do exercício profissional da atividade.

Em 2023, a CVM divulgou que a Gerência de Supervisão de Riscos Estratégicos 1 (GSR-1/SSR) “tem atuado neste âmbito juntamente com a Gerência de Acompanhamento de Mercado 1 (GMA-1), da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), e a [BSM Supervisão de Mercados] na análise de operações envolvendo influenciadores digitais em casos de oscilações atípicas de preços de ativos”; e que “a SMI recebe as informações, faz filtragem adicional e [encaminha à GSR-1], para [verificarem] se o influenciador fez alguma

postagem sobre o ativo em redes sociais ou fóruns, se recomendou o ativo e qual foi o alcance da postagem, por exemplo”¹⁶¹.

As Agendas Regulatórias CVM 2023 e 2024 incluíram “influenciadores digitais” como tema para consulta pública após elaboração de análise de impacto regulatório. Em abril de 2023, a Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) publicou a análise de impacto regulatório “Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro”, que analisa o custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. O relatório reconhece que:

a atuação destes influenciadores coloca questões sobre a possível ausência de qualificação dos mesmos para opinar sobre investimentos. Há nessa atuação um enorme potencial para ocorrência de conflitos de interesse, ausência de transparência, fraudes e atuação que transita entre opinião pessoal, atividade educacional e atividade regulada (por exemplo, analista e consultor de investimentos).¹⁶²

Além disso, define o problema regulatório a ser endereçado como a “possível falta de transparência no relacionamento entre os influenciadores digitais e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM, gerando assimetria informacional entre os investidores e tais entidades”. Conforme veremos mais a frente, a opção regulatória privilegiada pelas conclusões da ASA é não

161 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. CVM divulga estudo sobre possível regulamentação envolvendo influenciadores digitais e o mercado de capitais. **Gov. br**, 3 nov. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/cvm-divulga-estudo-sobre-possivel-regulamentacao-envolvendo-influenciadores-digitais-e-o-mercado-de-capitais>. Acesso em: 13 nov. 2024.

162 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: CVM, 2023, p. 11. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2024.

a criação de regras específicas para endereçar a atuação de *finfluencers* no mercado de capitais, mas a aplicação da regulamentação vigente à medida que a atuação dos *finfluencers* adentre o escopo de atividades e comportamentos já regulados e fiscalizados pela CVM.

A supervisão temática dos influenciadores digitais também constou no Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2023-2024, com o objetivo de identificar se: (i) “eles vem avançando sobre o perímetro regulatório da CVM, como por exemplo atuando em atividades que demandariam registro prévio, ou impactando o processo de formação de preços no mercado secundário”; (ii) “nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de maior relevância, pode haver uma possível vinculação com ofertantes ou intermediários em situação de conflito de interesses, que configuraria violação de regras da CVM sobre publicidade ou conduta de intermediários e ofertantes em tais ofertas”; e (iii) “há desvios relacionados a ilícitos de mercado porventura praticados por esses influenciadores de investimento”¹⁶³.

Em novembro de 2023, a CVM iniciou a Consulta Pública SDM 04/2023, de natureza conceitual¹⁶⁴, sobre a atuação de influenciadores digitais no âmbito do mercado de capitais, convidando o público a apresentar¹⁶⁵ “manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas às repercussões da atuação dos influenciadores digitais sobre o mercado de capitais e eventuais aprimoramentos normativos”. Os questionamentos da consulta foram organizados de forma a “explorar opções regulatórias associadas a três aspectos principais”, a saber: (i)

163 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR) da CVM 2023-2024**. Rio de Janeiro, 2023.

164 O Edital de Consulta Pública SDM nº 04/23 esclarece que “este tipo de consulta de natureza conceitual, ao contrário das consultas públicas usualmente realizadas pela CVM, não está associada a uma minuta de resolução específica, mas a CVM entende que as ponderações e comentários do público podem ser de extrema valia na análise de possíveis opções regulatórias a serem consideradas, em especial em relação à elaboração de regulação prevendo obrigações e responsabilidades aos participantes regulados ao contratarem ou atuarem como influenciadores, bem como ao disseminarem informações por meio de plataformas de mídias e redes sociais.”

165 No momento de publicação deste artigo, a Consulta Pública SDM 04/2023 ainda constava, no site da CVM, como “em análise”, e não havia sido publicado Relatório de Consulta Pública consolidando e analisando as sugestões apresentadas.

contratação e transparência; (ii) promoção e divulgação de conteúdos por meio de plataformas de mídia e redes sociais; e (iii) influenciadores atuando como analista de valores mobiliários¹⁶⁶.

5.2 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA)

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) chama de *finfluencer* “quem se dedica a divulgar conteúdos sobre finanças e investimentos nas redes sociais”¹⁶⁷.

Para além da publicação periódica dos relatórios “*Finfluence*”, nos quais a associação registra as principais estatísticas e informações sobre o ecossistema de *finfluencers*, a atenção da ANBIMA se volta ao tema por meio das “Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores” (“RPCI”)¹⁶⁸, documento normativo que “tem por objetivo estabelecer as regras e os procedimentos que devem ser observados pelas [instituições Associadas à ANBIMA ou instituições aderentes ao Código ANBIMA de Autorregulação para Distribuição de Produtos de Investimento] na contratação de influenciadores digitais e/ou de agências que façam essa contratação para a realização de publicidades de produtos de investimentos, serviço de intermediação no exterior e/ou atividade de distribuição nos termos estabelecidos pelo [Código ANBIMA de Autorregulação para Distribuição de Produtos de Investimentos (“Código de Distribuição”)]”¹⁶⁹.

Para seus próprios fins, as RPCI conceituam “influenciadores digitais financeiros ou influenciadores digitais” como “influenciadores digitais que produzem conteúdo sobre investimentos, finanças

166 De forma geral, os questionamentos da consulta refletem as preocupações e problemáticas apresentadas neste trabalho, sobretudo aquelas expostas no Capítulo 4.

167 ANBIMA. **Tá na rede: manual ANBIMA de melhores práticas para finfluencers.** Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm. Acesso em 11 out. 2024.

168 No momento de publicação deste trabalho, a versão vigente das RPCI era aquela publicada em 13/09/2023.

169 Art. 1º, *caput*, das RPCI.

pessoais e educação financeira, podendo engajar investidores em mídias sociais diversas e/ou outros meios de divulgação”.

As RPCI disciplinam, principalmente, comportamentos e obrigações não dos influenciadores, mas das instituições associadas à ANBIMA (“instituições participantes”), no âmbito de contratos firmados com influenciadores.

Para tutelar a transparência da contratação de influenciadores por instituições participantes, as RPCI listam elementos essenciais que o contrato que rege tal relação deve conter¹⁷⁰, dos quais destacamos:

1. Descrição detalhada do escopo e do tipo de publicidade a ser feita, incluindo, mas não se limitando a: (i) todos os tipos de produtos de investimento de forma geral e não específica que farão parte da publicidade, assim como dos serviços de intermediação no exterior ou atividade de distribuição, quando aplicável; (ii) quais os meios autorizados para divulgação da publicidade; e (iii) se o influenciador digital desempenhará atividade que seja regulada.
2. Obrigação de o influenciador digital explicitar em suas publicidades, de forma clara, que se trata de publicidade de produtos de investimento, serviços de intermediação no exterior ou atividade de distribuição, conforme aplicável, e o nome da instituição participante que o contratou¹⁷¹; e
3. Procedimento que será adotado pela instituição participante para monitorar a atuação do influenciador digital, de modo a garantir que o disposto no contrato, assim como nas RPCI, conforme aplicável, seja cumprido.

Chamamos atenção ao fato de que as RPCI alocam às instituições participantes a responsabilidade por “todas as publicidades

170 Art. 2º e respectivos incisos.

171 O §1º do art. 2º esclarece que “será considerada válida a menção verbal ou escrita na própria publicidade ou, ainda, a adição de hashtags mencionando minimamente que se trata de publicidade e vinculando ao distribuidor (#parceria e #nomedainstituição).”

relacionadas aos produtos de investimento, serviços de intermediação no exterior e/ou atividade de distribuição do [Código de Distribuição] divulgadas pelos influenciadores digitais contratados”. Dessa forma, as instituições participantes assumem o dever de “garantir, além do estabelecido em contrato, que os influenciadores digitais observem os requisitos previstos nas RPCI e nas regras de publicidade aplicáveis ao Código de Distribuição; e a veracidade das informações divulgadas e sua completude, de modo a não levar o investidor a erro”. Na mesma linha, cabe às instituições participantes garantir “que os influenciadores digitais contratados possuam, caso aplicável, as devidas certificações necessárias se o conteúdo a ser divulgado nas publicidades exija autorização e/ou certificações da regulação e/ou autorregulação vigente.”

Por fim, a ANBIMA mantém um Manual de Melhores Práticas para *Finfluencers*¹⁷², do qual destacamos as seções de “boas práticas” e de “educação continuada”. A seção de boas práticas alerta sobre a possibilidade de a atividade dos *finfluencers* ser enquadrada como análise de valores mobiliários; sobre as normas da regulação e da autorregulação para publicidade de produtos de investimento; e sobre a possibilidade de configuração de ilícitos de manipulação de mercado. A seção de educação continuada recomenda a obtenção de certificações como CPA-10, CPA-20, CEA, CNPIA, CFA, PQO, CFP e AI Ancord¹⁷³, de acordo com a atividade exercida por cada *finfluencer*¹⁷⁴.

172 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Manual de melhores práticas para finfluencers**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm. Acesso em: 15 nov. 2024.

173 Respectivamente: Certificação Profissional ANBIMA Série 10, Certificação Profissional ANBIMA Série 20, Certificação ANBIMA de Especialistas em Investimento, Certificado Nacional do Profissional de Investimento, Chartered Financial Analyst, Programa de Qualificação Operacional, Certified Financial Planner e Exame de Certificação de Assessores de Investimento.

174 Para produtores de conteúdo e investidores independentes, a ANBIMA recomenda, idealmente, a obtenção da certificação CEA, CNPI ou CFP; ou, no mínimo, da CPA-20. Para analistas, aponta a obrigatoriedade de obtenção da certificação CNPI. Para traders, recomenda a obtenção da PQO. Para assessores de investimento, aponta a obrigatoriedade de obtenção da certificação AI Ancord, e recomenda a obtenção da CEA ou CFP.

5.3 BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS

Atualmente, a atividade normativa no âmbito da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) sobre influenciadores se limita à Nota de Orientação 20/2023 (“Nota de Orientação” ou “Nota”) emitida pela BSM Supervisão de Mercados (“BSM”), o braço de autorregulação, supervisão e fiscalização dos mercados organizados administrados pela B3. A Nota de Orientação foi emitida para “convencionar direcionadores para as melhores práticas na contratação de Influenciadores pelos [Participantes dos mercados organizados administrados da B3 S.A.] e monitoramento de sua atuação durante a vigência do contrato, como parte de sua estratégia de educação, comunicação, publicidade e/ou marketing.” Em especial, busca identificar, prevenir e coibir infrações como: (i) exercício de atividade regulada sem autorização da CVM; (ii) conflitos de interesses relacionados aos deveres fiduciários que norteiam o exercício da atividade de intermediação; e (iii) ilícitos de mercado, tais como a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de ativos, manipulação de preços, realização de operações fraudulentas, uso de práticas não equitativas e outros ilícitos.

Para disciplinar essas relações contratuais, a BSM adota a definição de influenciadores como “pessoas naturais e jurídicas que sejam reconhecidas por sua capacidade de disseminar conteúdo educacional, publicitário e/ou informações, bem como induzir comportamentos, em especial por meio de redes sociais”.

No momento pré-contratação, a Nota recomenda que o Participante realize a *due diligence* de análise reputacional e de conduta do Influenciador que pretende contratar, investigando as atividades desempenhadas pelo Influenciador anteriormente à contratação.

No momento da contratação, a BSM orienta o Participante a solicitar “informações sobre eventuais vínculos do Influenciador com emissores de ativos ou com qualquer outro Participante do mercado de capitais ou financeiro, e que sejam vínculos aptos a ensejar materialização de conflitos de interesse”. Essa informação

deverá, idealmente, ser divulgada no *site* do Participante e nos perfis dos Influenciadores, para que os investidores possam avaliar a possibilidade de que o Influenciador manifeste opiniões enviesadas.

Uma vez firmada relação contratual onerosa entre Participante e Influenciador, a Nota de Orientação recomenda a divulgação “ampla e transparente”, para que os investidores tenham ciência do vínculo. Uma forma de transmissão dessa informação é “por meio de aviso em todas as manifestações do Influenciador, de forma clara e facilmente visível”. Também é recomendado que, “quando o Influenciador mencionar serviço do Participante a que teve acesso de forma gratuita ou mediante concessão de desconto ou vantagens”, haja divulgação dessa informação pelo Participante.

É listada como boa prática que o Participante mantenha em seu *site* “a relação dos Influenciadores com os quais mantém contrato ativo” – seja diretamente ou através de agências de contratação ou assessor de investimentos – “para divulgação de produtos e serviços a eles atrelados”.

Com o intuito de identificar eventuais indícios de atipicidade ou alerta de monitoramento transacional, é recomendado que o Participante examine o conteúdo publicado pelo Influenciador contratado. Exemplificativamente, a Nota lista a possibilidade de identificação de: (i) possível atuação em atividade regulada sem a devida autorização, com destaque para a atividade de analista de valores mobiliários; (ii) manifestação sobre ativos, ainda que em caráter não profissional, que modifique o padrão de comportamento do ativo no mercado, acarretando criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de ativos, manipulação de preços ou outras práticas ilícitas; e (iii) tentativa de auferir vantagem de natureza irregular para o Influenciador ou para terceiros, por meio de manifestações tendenciosas de sua parte sobre ativos.

5.4 REGULADORES ESTRANGEIROS

5.4.1 ESTADOS UNIDOS

Nos Estados Unidos, a SEC, tal como a CVM, não emitiu novas normas para endereçar, com especificidade, a regulamentação das atividades exercidas pelos *finfluencers*. Por enquanto, “a SEC tem, em grande parte, limitado suas investigações ao uso de mídias sociais por consultores de investimento registrados ou corretores”¹⁷⁵. A atuação da agência reguladora nesse campo, então, se dá, principalmente, com base no “*Securities Act of 1933*” (“Securities Act”) e no “*Securities and Exchange Act of 1934*” (“Securities and Exchange Act”)¹⁷⁶.

A seção 17(b) do Securities Act¹⁷⁷, por exemplo, se preocupa com a transparência das divulgações de valores mobiliários, e proíbe a promoção de um valor mobiliário mediante recebimento não divulgado de remuneração. A regra 10b-5 sob o Securities and Exchange Act¹⁷⁸,

175 GUAN, *op. cit.*, p. 556 (tradução nossa).

176 Sobre esses instrumentos regulatórios, a CVM entendeu: “Sob a luz de tais regulações, a SEC tem enquadrado influenciadores digitais como qualquer outra atividade de promoção de valores mobiliários. Mesmo antes das redes sociais, dada a maior abrangência do seu mercado de valores mobiliários, os produtos de investimento já eram largamente anunciados nos meios de comunicação do país, daí a pertinência dessa regulação e a fácil aplicação dela aos influenciadores digitais. É apenas uma nova mídia, mas a mensagem continua a mesma” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: 2023, p. 24).

177 “It shall be unlawful for any person, by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by the use of the mails, to publish, give publicity to, or circulate any notice, circular, advertisement, newspaper, article, letter, investment service, or communication which, though not purporting to offer a security for sale, describes such security for a consideration received or to be received, directly or indirectly, from an issuer, underwriter, or dealer, without fully disclosing the receipt, whether past or prospective, of such consideration and the amount thereof.”

178 “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice,

por sua vez, proíbe a fraude, a declaração falsa ou omissão de fato relevante, e o envolvimento em negócio que opere ou possa operar como fraude ou engano na negociação de valores mobiliários.

Em 2023, a “*Financial Industry Regulatory Authority*” (FINRA) publicou uma lista de práticas que “podem ajudar as empresas a avaliar se seus procedimentos e sistemas de supervisão estão razoavelmente estruturados para lidar com os riscos relacionados a programas de influenciadores digitais e indicação”¹⁷⁹.

Quanto aos *finfluencers* que são, também, profissionais financeiros tradicionalmente regulados sob outras categorias, Manfredo (2024) reconhece três possibilidades de enquadramento: *investment advisers*, regulados pela SEC, na forma do “*Investment Advisers Act of 1940*”; *registered financial professionals*, regulados pela FINRA; e *financial planners*, também regulados pela FINRA.

5.4.2 REINO UNIDO

O Reino Unido, seguindo a tendência apresentada até aqui, também não dispõe de um instrumento normativo regulatório voltado especialmente à regulamentação dos *finfluencers*. Porém, o “*Financial Services and Markets Act 2000*” (FSMA) restringe a “promoção financeira”, e proíbe pessoas não autorizadas a exercer atividades reguladas de, no curso de negócios, realizar comunicação ou indução ao exercício de atividades de investimento, exceto quando a comunicação é aprovada

or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.”

179 FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY. **FINRA Provides Update on Sweep: Social Media Influencers, Customer Acquisition and Related Information Protection.** Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/targeted-examination-letters/sweep-update-feb2023>. Acesso em 21 nov. 2024 (tradução nossa). Dessas práticas, destacamos: “maintaining written supervisory procedures (WSPs) focusing on social media influencer and referral programs”; “evaluating potential social media influencers’ background and prior public social media activities for compliance and reputational risks before admitting them into their social media influencer programs.”; e “providing training and defining permitted and prohibited conduct for social media influencers.”

por uma pessoa autorizada¹⁸⁰. Além disso, o FSMA reserva à *Financial Conduct Authority* (FCA) a faculdade de impedir que uma pessoa autorizada realize ou aprove uma comunicação, e de requisitar que uma pessoa autorizada remova uma comunicação¹⁸¹. Entendemos, então, que essas regras conferem à FCA poder para fiscalizar e exercer controle sobre as “comunicações” ou publicações de *finfluencers* aprovadas por entidades autorizadas no âmbito de contratos de divulgação, desde que as publicações em questão constituam convite ou indução ao exercício de atividades de investimento.

Em março de 2024, a FCA publicou a “*Finalised Guidance FG24/1*” (“FG24/1”), que aborda “*financial promotions on social media*”. No documento, a FCA esclarece que o exercício de atividades de investimento não se limita a serviços de investimento, mas abrange uma ampla gama de serviços e produtos financeiros; e que mesmo as comunicações de pessoas cuja atuação profissional não é condicionada à autorização pela FCA podem estar submetidas às restrições sobre promoção financeira.

Através da FG24/1, a FCA detalha boas práticas que devem ser aplicadas por seu público na promoção financeira realizada através de publicações em redes sociais. Além disso, o documento dedica um capítulo a orientações sobre a atividade de influenciadores digitais (incluindo *finfluencers*) em relação a promoções financeiras. Ali, o regulador confirma que “*all segments of the influencer market are capable of communicating a financial promotion*”, e que “[*u*]nauthorised influencers who are communicating financial promotions in the course of business without s21 approval from an appropriate authorised person are likely to be communicating an illegal financial promotion”; efetivamente

180 “[Section] 21 Restrictions on financial promotion. (1) A person (“A”) must not, in the course of business, communicate an invitation or inducement to (a) engage in investment activity [...] (2) But subsection (1) does not apply if— (a) A is an authorised person; or (b) the content of the communication is approved for the purposes of this section by an authorised person.”

181 “137S Financial promotion rules: directions given by FCA. [...] (2) A direction under this section may require the authorised person— (a) to withdraw the communication or approval; (b) to refrain from making the communication or giving the approval (whether or not it has previously been made or given).”

trazendo parte da atividade dos *finfluencers* para a alçada regulatória da FCA.

5.4.3 UNIÃO EUROPEIA

A União Europeia também não dispõe de uma regulamentação com aplicação específica a *finfluencers*, mas, tal como nos exemplos supracitados, já emitiu orientações que nos permitem interpretar a aplicação de normas tradicionais do mercado financeiro europeu à atividade dos *finfluencers*.

Destacamos os artigos 20¹⁸², 3(1)(34)¹⁸³ e 3(1)(35)¹⁸⁴ da “*Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council*” ou “*Market Abuse Regulation*” (MAR). Quando interpretamos os dispositivos do artigo 3 segundo o alerta emitido pela *European Securities and Markets Authority* (ESMA) em fevereiro de 2024, fica claro que as obrigações impostas pelo artigo 20 se aplicam aos *finfluencers*. Naquela ocasião, a ESMA esclareceu que comunicações em redes sociais em que “uma pessoa dê conselhos ou ideias, direta ou indiretamente, sobre a compra ou venda de um instrumento financeiro ou sobre como

182 “Persons who produce or disseminate investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy shall take reasonable care to ensure that such information is objectively presented, and to disclose their interests or indicate conflicts of interest concerning the financial instruments to which that information relates.”

183 Define “information recommending or suggesting an investment strategy” como informação “(i) produced by an independent analyst, an investment firm, a credit institution, any other person whose main business is to produce investment recommendations or a natural person working for them under a contract of employment or otherwise, which, directly or indirectly, expresses a particular investment proposal in respect of a financial instrument or an issuer; or (ii) produced by persons other than those referred to in point (i), which directly proposes a particular investment decision in respect of a financial instrument”.

184 Define “investment recommendations” como “information recommending or suggesting an investment strategy, explicitly or implicitly, concerning one or several financial instruments or the issuers, including any opinion as to the present or future value or price of such instruments, intended for distribution channels or for the public”.

compor um portfólio de instrumentos financeiros pode[m] constituir uma recomendação de investimento”^{185,186}.

O alerta da ESMA também destaca o risco de que publicações em redes sociais constituam atos de manipulação de mercado, “*insider dealing*” ou divulgação ilegal de informações privilegiadas; e dá exemplos de estilos de comunicações e publicações em redes sociais adequadas e inadequadas às regras da MAR.

Em abril de 2022, a ESMA publicou o “*Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*”, no qual a autoridade recomenda que a responsabilidade decorrente da delegação, por uma empresa, de marketing financeiro a um influencer seja atribuída à própria empresa, que deveria monitorar o conteúdo publicado pelo influenciador, para assegurar que há conformidade com a regulamentação aplicável¹⁸⁷.

5.5 DIRETRIZES DA IOSCO

Em novembro de 2024, a IOSCO publicou o “*Consultation Report 08/2024*” (“CR/08/2024”), um relatório que explora o cenário em evolução dos *finfluencers* e as reações regulatórias de diferentes

185 EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. **Warning on posting investment recommendations on social media**. ESMA74-1103241886-912. 6 fev. 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/warning-posting-investment-recommendation-social-media>. Acesso em: 23 nov. 2024 (tradução nossa).

186 A atenção sobre os *finfluencers* é evidenciada também em: “When posting on social media, transparency and accuracy are key, especially when making recommendations about investments. That is why, if you are a finance influencer, a technical expert, or someone with just interest in financial investments, you need to be aware of the rules established under the MAR Framework and be able to recognise an investment recommendation.” (EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. **Requirements when posting investments recommendations on social media**. 6 fev. 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/requirements-when-posting-investments-recommendations-social-media>. Acesso em: 23 nov. 2024)

187 EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. **Final report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection**. ESMA71-99-1935. Paris: ESMA, 2022, p. 35. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/esma-makes-recommendations-improve-investor-protection>. Acesso em: 23 nov. 2024.

jurisdições. Por meio do CR/08/2024, a IOSCO propõe uma série de boas práticas que podem guiar as autoridades regulatórias interessadas em proteger a integridade de seus mercados no que diz respeito à atuação de *finfluencers* e intermediários de mercado¹⁸⁸. Note-se que, em geral, as diretrizes propostas não implicam a criação de regulamentações específicas à disciplina dos *finfluencers*, mas incentivam a aplicação, quando possível, de *frameworks* regulatórios já existentes. As medidas propostas são:

1. “Em conformidade com seus respectivos mandatos e âmbito regulatório, as autoridades reguladoras poderiam considerar maneiras de aplicar regulamentação e supervisão apropriadas e eficazes às atividades dos *finfluencers*, onde os *frameworks* regulatórios existentes atualmente não abrangem essas atividades”;
2. “Quando os *frameworks* regulatórios existentes abrangem as atividades dos *finfluencers*, as autoridades reguladoras poderiam considerar fornecer orientações adicionais explicando como esses *frameworks* regulatórios se aplicam às atividades dos *finfluencers*”;
3. “Em conformidade com as leis e regulamentações de sua jurisdição, as autoridades reguladoras poderiam considerar maneiras apropriadas de realizar a supervisão e o monitoramento das atividades de *finfluencers* e dos intermediários de mercado que utilizam *finfluencers* para promover mercados, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. Isso poderia incluir o uso de análise de dados, ferramentas de monitoramento de redes sociais e auditorias regulares para garantir conformidade com a legislação e regulamentações relevantes”;

188 Adicionalmente, o relatório também propõe boas práticas a serem seguidas pelos próprios *finfluencers*, e pelos intermediários de mercado e investidores de varejo em interação com *finfluencers*.

4. “Em conformidade com seus respectivos mandatos, as autoridades reguladoras poderiam considerar onde as regras e regulamentos existentes são aplicáveis para identificar e abordar conflitos potenciais e reais de interesse associados às atividades dos *finfluencers* e ao uso de *finfluencers* por intermediários de mercado”;
5. “Em conformidade com as leis e regulamentações de sua jurisdição, as autoridades reguladoras poderiam considerar tomar ações de *enforcement* contra *finfluencers* e intermediários de mercado que utilizam *finfluencers* quando suas ações constituírem práticas abusivas, enganosas ou fraudulentas, incluindo casos em que realizem atividades reguladas sem as licenças exigidas”;
6. “Dado o potencial alcance transfronteiriço dos *finfluencers* e intermediários de mercado que os utilizam, as autoridades reguladoras poderiam considerar acordos para a troca de informações com autoridades domésticas e internacionais para garantir supervisão e aplicação eficazes em nível global”; e
7. “As autoridades reguladoras poderiam considerar desenvolver materiais educativos para investidores de varejo com foco em *finfluencers*, com o objetivo de alertá-los sobre os riscos existentes.”¹⁸⁹

Além disso, em outubro de 2022, a IOSCO publicou o “*Report on Retail Distribution and Digitalisation*” (“FR/12/2022”), no qual a organização sugere aos seus membros que atribuam àqueles que contratam *finfluencers* a responsabilidade pela precisão das informações fornecidas pelos *finfluencers* a potenciais investidores

189 INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Consultation report: Finfluencers** (CR/08/24). Novembro de 2024, pp. 61-62. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD775.pdf>. Acesso em: 23 nov. 2024. (tradução nossa)

em nome do contratante, e pela divulgação de informações relativas a potenciais riscos e conflitos de interesses¹⁹⁰.

6. CONCLUSÕES

6.1 MODELO REGULATÓRIO E O FUTURO DA REGULAÇÃO DE *FINFLUENCERS*

A partir da análise sobre a natureza da atividade dos *finfluencers*, sobre os riscos apresentados por essa atividade ao regular funcionamento mercado de capitais (conflito de interesses, exercício de atividades reguladas sem registro, oferta pública irregular e manipulação de preços), e sobre as respostas regulatórias adotadas no Brasil e em outras jurisdições até o momento, identificamos três elementos centrais que parecem pautar, em retrospectiva e em previsão, o modelo de regulação de *finfluencers* prevalecente. São eles: (i) preocupação com a transparência das relações contratuais firmadas entre *finfluencers* e demais agentes de mercado; (ii) atribuição de responsabilidade aos agentes regulados que contratam *finfluencers*; e (iii) inclusão dos *finfluencers* no alcance de normas regulatórias e esforços de supervisão já existentes.

Os elementos (i) e (ii) estão diretamente relacionados ao endereçamento de conflitos de interesse, tema que discutimos no Capítulo 4. Ao tutelar a transparência das referidas relações contratuais e o *disclosure*, ao mercado, das informações relevantes sobre essas relações, os reguladores criam um mecanismo de proteção aos investidores, que podem levar em consideração, no momento de

190 Cf.: “Measure 3: Responsibility for online marketing. IOSCO members should require, subject to a jurisdiction’s laws and regulations, that management assumes responsibility for the accuracy of the information provided to potential investors on behalf of the firm, including those provided via various social media channels, including influencers, and the timely disclosure of necessary information regarding potential risks and conflicts of interest to avoid potential financial consumer harm.” (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Report on Retail Distribution and Digitalisation** (FR/12/2022). Outubro de 2022, p. 3. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD715.pdf>. Acesso em: 23 nov. 2024)

tomada de decisões financeiras e de investimento, as motivações por trás das recomendações e conselhos fornecidos pelos *finfluencers* no âmbito desses contratos^{191, 192}.

Além disso, o elemento (ii) já é refletido pelas RPCI da ANBIMA, que alocam às “instituições participantes” a responsabilidade por “todas as publicidades relacionadas aos produtos de investimento, serviços de intermediação no exterior e/ou atividade de distribuição do [Código de Distribuição] divulgadas pelos influenciadores digitais contratados”.

O elemento (iii), que está intimamente ligado aos outros dois, reflete a suficiência das normas já existentes para disciplinar ilícitos já reconhecidos. Dessa forma, ainda que a atividade dos *finfluencers* possua particularidades que podem influenciar o meio de cometimento de um ilícito, o resultado é tutelado da mesma forma como já acontece em relação a outros indivíduos atuantes no mercado de capitais. No mais, já há indicação, por parte dos reguladores, no sentido de não pretenderem criar uma categoria regulada específica aos *finfluencers*¹⁹³.

191 Nesse sentido: “O fato de ser patrocinado pelo emissor/distribuidor do valor mobiliário objeto da divulgação não necessariamente determina que o influenciador possa levar o investidor a erro, mas com essa informação adicional o investidor poderá sopesar todo o conjunto de informações e decidir, de forma consciente, se acata a recomendação ou não.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: CVM, 2023, p. 32. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2024)

192 Nessa linha, a análise de impacto regulatório “Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro”, da ASA, conclui “pela recomendação da inclusão no arcabouço normativo da CVM de dispositivo que preveja a exigência de transparência e divulgação ativa de quaisquer relações contratuais de publicidade e divulgação de valores mobiliários celebrados entre os regulados por esta CVM e aqueles denominados influenciadores digitais, sejam os últimos pessoas físicas ou plataformas de divulgação, desde que o contrato gere benefício direto ou indireto para estes” (*Ibid.*, p. 40).

193 Cf.: “A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) analisa atualmente os comentários feitos em sua consulta pública sobre a atividade de influenciadores digitais relacionados ao mercado de capitais. Para a diretora Marina Copola, é pouco provável que o resultado deste debate seja a regulação da atividade como uma prestação de serviço autônoma, sujeita a registro. [...] Copola enxerga que o mais relevante é a transparência nas relações entre os influenciadores e o mercado.” (ESTADÃO CONTEÚDO. Para diretora da CVM, consulta pública sobre influencers não deve

Então, a regulação dos *finfluencers* tende a ser realizada de maneira indireta, através dos demais agentes regulados, na hipótese em que estes interajam com *finfluencers*, como ilustrado pelo elemento (ii); e através de instrumentos como ofícios circulares, manuais e guias orientativos. Nesse sentido, a análise de impacto regulatório da ASA explica:

Os principais reguladores internacionais tendem a utilizar seu arcabouço normativo tradicional para lidar com os influenciadores digitais, complementando-os com guias orientativos. A via regulatória não é introduzida sobre a atuação direta dos influenciadores digitais, apenas sobre a divulgação de informações acerca de sua atuação contratada por participantes regulados. [...]

Vale destacar alguns pontos em comum entre as iniciativas adotadas por outras jurisdições. Em todos os casos analisados o foco principal encontra-se sobre o participante regulado. Nenhuma das jurisdições analisadas procuram de alguma forma incluir dentro do seu perímetro regulatório o influenciador financeiro em si. De modo geral, quando se tem um arcabouço regulatório vigente, há uma tendência a fazer uso de tais regras para fazer frente aos desafios impostos pelas novas formas de comunicação no mercado de capitais. [...]

Aqui já se frisa novamente o que foi posto acima: alternativas normativas que visem criar uma categoria de regulados na CVM para “influenciadores digitais” foram desconsideradas por serem impraticáveis economicamente, fora de qualquer convergência a padrões internacionais e de alto risco jurídico.¹⁹⁴

resultar em regulação. **UOL Economia**, 19 abr. 2024. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2024/04/19/para-diretora-da-cvm-consulta-publica-sobre-influencers-nao-deve-resultar-em-regulacao.htm>. Acesso em: 24 nov. 2024.)

194 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto**

6.2 CONSIDERAÇÕES FINAIS: PONTOS EM ABERTO

Apesar do esforço expositivo e analítico realizado ao longo deste trabalho, o recorte escolhido deixa espaço para investigações complementares necessárias a um entendimento holístico do fenômeno da influência digital no âmbito do mercado de capitais. Futuros trabalhos devem analisar: (i) se as diferenças entre *finfluencers lato sensu* e *finfluencers stricto sensu* requerem respostas regulatórias diferentes a cada uma dessas categorias; (ii) se, e como, a regulação e autorregulação financeiras sobre *finfluencers* interagem, complementam, se sobrepõe ou até mesmo conflitam com a regulação e autorregulação publicitárias; (iii) se, e como, a regulação e autorregulação financeiras sobre *finfluencers* interagem com o direito à liberdade de expressão nas redes sociais; e (iv) o papel das administrações de plataformas de redes sociais na regulação e supervisão de *finfluencers*.

Regulatório. Rio de Janeiro: CVM, 2023, pp. 30, 31 e 33. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2024.

BIBLIOGRAFIA

ARROWOOD, Spencer B. TikTok: Is it Time to Regulate “Finfluencer” Investment Advice on Social Media? *North Carolina Banking Institute*, v. 28, n. 1, 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Tá na rede: manual ANBIMA de melhores práticas para finfluencers*. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm. Último acesso em 11 out. 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Regras e procedimentos para contratação de influenciadores digitais nº 10, de 13 de novembro de 2023*. São Paulo, 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Código de Distribuição*. Aprovado em 8 jul. 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Regras e procedimentos do Código de Distribuição*. Aprovado em 10 out. 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Manual de melhores práticas para finfluencers*. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm. Último acesso em: 15 nov. 2024.

BRASIL. *Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

BRASIL. Portal do Investidor. *O registro na CVM*. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/ofertas-publicas-de-distribuicao/o-registro-na-cvm>. Último acesso em: 14 jun. 2025.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. *Nota de Orientação BSM nº 20/2023*. São Paulo, 5 set. 2023.

CAMARGO, Isadora; ESTEVANIM, Maynna; DA SILVEIRA, Stefanie C. Cultura participativa e convergente: o cenário que favorece o nascimento dos influenciadores digitais. *Revista Comunicare*, v. 17, ago. 2017.

CHERDACK, Melanie. Pushes, Tweets, Emojis and Fintok: Emerging Tech Meets Old School Securities Regulation. *Piaba Bar Journal*, v. 30, n. 3, 2023.

COBAN, Fidelya. *Are finfluencers the new experts in the field of investment advice?* Utrecht University School of Economics, Master thesis, 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *CVM divulga estudo sobre possível regulamentação envolvendo influenciadores digitais e o mercado de capitais*. Gov.br, 3 nov. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/cvm-divulga-estudo-sobre-possivel-regulamentacao-envolvendo-influenciadores-digitais-e-o-mercado-de-capitais>. Último acesso em: 13 nov. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Editais de consulta pública SDM nº 04/2023*. Rio de Janeiro, 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório*. Rio de Janeiro: 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Levantamento preliminar sobre o uso das mídias sociais em mercado de capitais em outros países*. Rio de Janeiro, 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN*. Esclarecimentos sobre a atividade profissional de analista de valores mobiliários nos termos da Instrução CVM nº 598/18.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Ofício-Circular nº 02/2019/SIN*. Esclarecimentos sobre a atividade de analista de valores mobiliários e dispositivos da Instrução CVM nº 598.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS CVM nº 19957.002344/2021-15, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 25/10/2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR) da CVM 2023-2024*. Rio de Janeiro, 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº 160, de 2022*. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados, e revoga as Instruções CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, CVM nº 530, de 22 de novembro de 2012, e as Deliberações CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005, CVM nº 533, de 29 de janeiro de 2008, CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, CVM nº 818, de 30 de abril de 2019 e CVM nº 850, de 7 de abril de 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº 178, de 2023*. Dispõe sobre a atividade de assessor de investimento e revoga a Resolução CVM nº 16, de 9 de fevereiro de 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº 19, de 2021*. Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM nº 592, de 17 de novembro de 2017, a Instrução CVM nº 619, de 6 de fevereiro de 2020 e a Deliberação CVM nº 783, de 17 de novembro de 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº 20, de 2021*. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM nº 633, de 6 de julho de 2010, e a Instrução CVM nº 598, de 3 de maio de 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº 62, de 2022*. Veda as práticas de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, realização de operações fraudulentas e uso de práticas não equitativas, e revoga a Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979, e a Deliberação CVM nº 14, de 23 de dezembro de 1983.

ESTADÃO CONTEÚDO. Para diretora da CVM, consulta pública sobre influencers não deve resultar em regulação. *UOL Economia*, 19 abr. 2024. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2024/04/19/para-diretora-da-cvm-consulta-publica-sobre-influencers-nao-deve-resultar-em-regulacao.htm>. Último acesso em: 24 nov. 2024.

EUROPEAN COMMISSION. *Investigation of the Commission and consumer authorities finds that online influencers rarely disclose commercial content*. 6 fev. 2024. Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_24_708. Último acesso em 23 nov. 2024.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Final report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*. ESMA71-99-1935. Paris: ESMA, 2022. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/esma-makes-recommendations-improve-investor-protection>. Último acesso em: 23 nov. 2024.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Requirements when posting investments recommendations on social media*. 6 fev. 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/>

requirements-when-posting-investments-recommendations-social-media. Último acesso em: 23 nov. 2024.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Social media sentiment: influence on EU equity prices*. ESMA50-524821-3157. Paris: ESMA, 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/trv-article-social-media-sentiment-influence-eu-equity-prices>. Último acesso em: 23 nov. 2024.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Warning on posting investment recommendations on social media*. ESMA74-1103241886-912. 6 fev. 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/warning-posting-investment-recommendation-social-media>. Último acesso em: 23 nov. 2024.

EUROPEAN UNION. *Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Market Abuse (Market Abuse Regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC*.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *FG24/1: Finalised Guidance on Financial Promotions on Social Media*. Londres, mar. 2024.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY. *FINRA Provides Update on Sweep: Social Media Influencers, Customer Acquisition and Related Information Protection*. Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/targeted-examination-letters/sweep-update-feb2023>. Último acesso em 21 nov. 2024.

GUAN, Sue S. The Rise of the Finfluencer. *New York University Journal of Law & Business*, v. 19, n. 3, 2023.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Consultation report: Finfluencers* (CR/08/24). Novembro de 2024.

Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD775.pdf>. Último acesso em: 23 nov. 2024.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Report on Retail Distribution and Digitalisation* (FR/12/2022). Outubro de 2022. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD715.pdf>. Último acesso em: 23 nov. 2024.

KAKHBOD *et. al.* Finfluencers. *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, n. 23-30, 2023.

LOU, Chen; YUAN, Shupeí. Influencer Marketing: How Message Value and Credibility Affect Consumer Trust of Branded Content on Social Media. *Journal of Interactive Advertising*, v. 19, n. 1, 2019.

MANFREDO, Tamra. How to Make \$1 Million in 30 Seconds or Less: The Need for Regulations on Finfluencers. *Louisiana Law Review*, v. 84, n. 2, 2024.

MOSSE, Cassio N. G.; MACHADO, Dante V. O. A publicidade, o direito e as redes sociais. In: MOSSE, Cassio N. G. (Org.). *Social Media Law: O Direito nas Redes Sociais*. 2^a ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2022.

PFLÜCKE, Felix. Regulating Finfluencers. *Journal of European Consumer and Market Law*, v. 11, n. 6, 2022.

PRIMO, Alê; MATOS, Ludimila; MONTEIRO, Maria. *Dimensões para o Estudo dos Influenciadores Digitais*. Salvador: EDUFBA, 2021.

ROGGE, Niels; EYNDE, Sinan Vanden. The Legal Implications of Disclaimers Used by Finfluencers. *Ghent University Financial Law Institute Working Paper Series*, Working Paper 2023-15, 2023.

UNITED KINGDOM. *Financial Services and Markets Act 2000*. Chapter 8, de 14 de junho de 2000.

UNITED STATES. *Securities Act of 1933*. Public Law nº 73-22, de 27 de maio de 1933.

UNITED STATES. *Securities Exchange Act of 1934*. Public Law nº 73-291, de 6 de junho de 1934.

TWIN PEAKS E A REGULAÇÃO FINANCEIRA DO NOVO SÉCULO: LIÇÕES DO REINO UNIDO

Pedro Wohlcke Thiengo (Fundação Getúlio Vargas - FGV)¹⁹⁵

Resumo O presente artigo pretende levantar e avaliar as possíveis vantagens da implementação do modelo de supervisão *twin peaks*, à luz da análise das reformas institucionais realizadas no Reino Unido a partir de 2013, com a criação de duas agências independentes para regular e supervisionar o sistema financeiro como um todo. Notadamente, busca-se explorar as repercussões positivas da transição de abordagem regulatória sobre a atuação integrada dos supervisores do mercado financeiro, investigando potenciais sinergias e ganhos de eficiência. O estudo fornece contribuições para a discussão em curso sobre os aprimoramentos do desenho institucional para a regulação financeira no Brasil.

Palavras-chave: regulação; regulação financeira; sistema financeiro nacional; mercado financeiro; twin peaks; supervisão; Reino Unido.

1. Introdução; 2. Os fundamentos da regulação financeira; 3. A escolha da arquitetura institucional: abordagens regulatórias e *trade-offs*; 4. Estudo de caso: a implementação do Twin Peaks no Reino Unido; 5. *Twin Peaks*: Um modelo de regulação financeira para o novo século? 6. Conclusões. 7. Referências.

1. INTRODUÇÃO

¹⁹⁵ Advogado, especializado em direito societário e mercado de capitais. Assessor técnico da Presidência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Mestrando em Direito da Regulação na Fundação Getúlio Vargas (FGV).

A constante transformação do sistema financeiro¹⁹⁶ e os desafios que dela emergem têm pressionado formuladores de políticas públicas e reguladores ao redor do mundo a repensarem os seus modelos regulatórios, impelindo à proposição de novos arranjos e configurações para a regulação financeira.

As diferentes jurisdições têm variado nas estratégias e nas respostas institucionais adotadas para promover o funcionamento eficiente de seus mercados financeiros. A opção por determinado modelo regulatório é condicionada por uma conjugação de fatores, tais como a estrutura e a complexidade do setor financeiro, o arcabouço institucional existente, a tradição jurídica e o aprendizado com experiências anteriores em períodos de crise e instabilidade.

No Brasil, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresenta uma estrutura complexa, que envolve a interação e a atuação coordenada de diversas entidades e instituições, reunindo agentes normativos, entidades supervisoras e operadoras.¹⁹⁷ Classicamente, o sistema financeiro é segmentado em quatro subsistemas: os mercados de crédito, de capitais, cambial e monetário.¹⁹⁸

196 No presente artigo, utiliza-se o termo “sistema financeiro” para designar o conjunto de entidades e instituições, públicas e privadas, que atuam para viabilizar a transferência de recursos entre agentes econômicos deficitários e superavitários, englobando os seus subsistemas: mercados de crédito, de capitais, cambial e monetário. Por sua vez, a “regulação financeira” é empregada em sentido amplo, abrangendo a regulamentação e a supervisão do sistema financeiro.

197 Adota-se aqui a categorização funcional feita pelo Banco Central do Brasil, conforme esquema disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 15 de out. 2024. No mesmo sentido, ver PITTA, André Grunspun. PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. “Sistema Financeiro Nacional”. In: **Direito do mercado de valores mobiliários**. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022.

198 De acordo com Eizirik *et. al.*, no mercado de crédito, são realizadas as operações bancárias típicas de captação de recursos e de seu empréstimo, com a intermediação da instituição financeira. Já no mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários), são efetuadas operações que não apresentam a natureza de negócios creditícios, mas que visam, basicamente, a canalizar recursos para as entidades emissoras, através de capital de risco, mediante a emissão pública de valores mobiliários e sem a presença de intermediários. No mercado cambial, são efetuadas operações de curto prazo, de compra e venda de moeda estrangeira, com a necessária a intermediação de instituições financeiras, que se destinam a viabilizar o fluxo de capitais para dentro e para fora do País. Por fim, o mercado monetário é caracterizado pela realização de operações de curto ou curtíssimo prazo com títulos públicos, mediante as quais

Em uma primeira camada, a estrutura é composta por três órgãos colegiados vinculados ao Poder Executivo, com competência normativa: o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPIC). Estes conselhos são responsáveis por fixar nacionalmente as diretrizes e as normas gerais da política da moeda e do crédito, de seguros privados e da previdência complementar, respectivamente.

O funcionamento do sistema também contempla a atuação de quatro entidades supervisoras: o Banco Central do Brasil (BACEN), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). Essas autarquias federais são responsáveis por fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver os mercados sob sua supervisão, podendo editar normas específicas sobre o seu funcionamento e sobre a atuação dos operadores.

Por fim, os operadores são as instituições que atuam profissionalmente na oferta de serviços financeiros, que viabilizam o fluxo de recursos entre os agentes econômicos no ambiente de mercado.¹⁹⁹

A dispersão das funções de supervisão do mercado financeiro entre várias entidades supervisoras setoriais imprime desafios de coordenação regulatória e dificuldades na consecução de estratégias e objetivos regulatórios. Em revisão recente do ambiente regulatório brasileiro, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) emitiu recomendações voltadas à promoção da

as autoridades monetárias atuam sobre o nível de liquidez da economia. EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. pp. 33-35.

199 São exemplos de operadores os bancos e caixas econômicas, bolsas de valores e futuros, administradoras de consórcios, seguradoras e resseguradoras, corretoras e distribuidoras de valores, corretoras de câmbio, bolsas de valores e mercadorias, sociedades de capitalização e entidades abertas e fechadas de previdência complementar.

consolidação e coordenação das funções regulatórias, de modo a propiciar uma abordagem holística e consistente.²⁰⁰

Nessa esteira, o Ministério da Fazenda tem discutido reformas substanciais na arquitetura institucional da regulação financeira, estudando a adoção do modelo de supervisão conhecido como *twin peaks*²⁰¹, em que duas agências/entidades compartilham as atribuições para a regulação de todo o sistema financeiro. Com nítida inspiração no modelo inglês, a proposta envolve a conversão do BACEN e da CVM em “super-reguladores” do sistema financeiro, ficando responsáveis pela regulação e supervisão prudencial dos mercados e pela supervisão de condutas e proteção dos investidores/consumidores, respectivamente.²⁰²

200 No OECD Reviews of Regulatory Reform (2022), a organização destaca que “Several regulatory oversight functions are dispersed across various administrative areas and entities, leading to co-ordination gaps and difficulties in defining a longterm strategy for the rollout of better regulatory policy”. A esse respeito, o documento consolida as seguintes recomendações para a jurisdição brasileira: (i) “define and consolidate most, if not all, regulatory oversight functions to a single body with the highest political support and adequate governance arrangements”; (ii) “promote a holistic approach to better regulation by bringing together good regulatory practices in a single high-level document”; (iii) “develop an implementation strategy of the policy objectives on regulatory quality with clear milestones and defined co-ordination mechanisms”. OECD (2022), Regulatory Reform in Brazil, OECD Reviews of Regulatory Reform, OECD Publishing, Paris, p. 16. <https://doi.org/10.1787/d81c15d7-en>.

201 O modelo *Twin Peaks* foi originalmente proposto por Taylor (1995), propondo a constituição de duas agências com diferentes objetivos: uma responsável pela estabilidade financeira e outra responsável pela proteção ao consumidor. (Ver TAYLOR, Michael. **Twin Peaks: a regulatory structure for the new century**. Centre for Study of Financial Innovation, 1995. Alguns anos depois, o autor revisitou suas conclusões em TAYLOR, Michael. ‘Regulatory reform after the financial crisis: twin peaks revisited’. HUANG, R. SCHOENMAKER, D.(eds.). **Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experiences**. Routledge: Abingdon, 2015.)

202 Confira-se, por exemplo: PIMENTA, Guilherme. Fazenda planeja transformar BC e CVM em super-reguladores do mercado. **Valor econômico**, São Paulo, Finanças, 17/07/2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/17/fazenda-planeja-transformar-bc-e-cvm-em-super-reguladores-do-mercado.ghtml>. Acesso em 15 out. 2024; MARINS, Lucas. Fazenda estuda mudar atribuições de BC e CVM nos moldes do Reino Unido, diz jornal. **Infomoney**, São Paulo, Política, 17/07/2024. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/politica/fazenda-estuda-mudar-atribuicoes-de-bc-e-cvm-nos-moldes-do-reino-unido-diz-jornal/>. Acesso em: 15 out. 2024.

O presente artigo tem por *objetivo geral* levantar e avaliar as possíveis vantagens da implementação do modelo *twin peaks*, à luz de uma análise das reformas institucionais realizadas no Reino Unido a partir de 2013, com a criação de duas agências independentes para regular e supervisionar o sistema financeiro como um todo. Notadamente, busca-se explorar as repercussões positivas da transição de abordagem regulatória sobre a integração e a eficiência dos supervisores do mercado financeiro. Contudo, a pesquisa não pretende fornecer uma defesa definitiva em prol da superioridade *a priori* do modelo *twin peaks*, o que naturalmente demandaria um aprofundamento das análises comparativas.²⁰³

Com este propósito, coloca-se o seguinte *problema de pesquisa*: à luz do estudo de caso do Reino Unido, quais são as potenciais vantagens da abordagem *twin peaks* em comparação com o modelo setorial de regulação financeira? A *hipótese* sustentada é de que a regulação por objetivos no formato *twin peaks* contribuiu para aprimorar a estrutura de regulação financeira no Reino Unido, com ganhos de eficiência pelo aproveitamento de sinergias e pela maior integração entre as entidades supervisoras.

A pesquisa encontra *justificativa* na corrente discussão em torno da transformação das atribuições de órgãos de supervisão do sistema financeiro no Brasil, consoante proposta do Ministério da Fazenda. O estudo da experiência regulatória do Reino Unido é especialmente relevante na medida em que esta jurisdição é declaradamente uma inspiração para os estudos de uma eventual reforma do arcabouço institucional brasileiro. Em acréscimo, esta jurisdição transitou nas últimas décadas entre os três grandes modelos de regulação financeira (setorial, agência única e *twin peaks*), o que a torna um estudo de caso rico e esclarecedor.

A *metodologia* adotada consiste em uma construção inicial teórica dos fundamentos e das principais estratégias da regulação financeira. Posteriormente, será feita uma revisão documental e bibliográfica

203 Trata-se de agenda de pesquisa de grande relevância, e que deve ser complementada com outros estudos.

voltada ao escrutínio da experiência de implementação do *twin peaks* no Reino Unido, destacando os resultados dessa transição.

2. OS FUNDAMENTOS DA REGULAÇÃO FINANCEIRA

Em linhas gerais, o sistema financeiro é organizado para propiciar a transferência eficiente de recursos entre agentes econômicos superavitários, com disponibilidade para investir suas poupanças (*poupadores*), e agentes deficitários, que necessitam de tais recursos para desenvolver seus projetos e atividades (*tomadores*).

As transações que ocorrem neste ambiente são suscetíveis a apresentar falhas de mercado, que comprometem a eficiência das trocas livremente estabelecidas entre os agentes econômicos. Notadamente, verifica-se uma acentuada assimetria informacional característica das operações financeiras, dado que os investidores normalmente possuem um nível informacional consideravelmente inferior sobre os ativos e oportunidades de investimento em relação ao dos intermediários. Além das falhas de mercado usuais, poupadores e tomadores nem sempre tomam as decisões que maximizam os seus interesses, muitas vezes recorrendo a vieses cognitivos e heurísticas ao determinar como irão destinar seus recursos.²⁰⁴

204 Os desenvolvimentos teóricos da Economia Comportamental (*behavioral economics*) questionam as premissas da economia neoclássica, salientando as limitações do homem real em tomar decisões que maximizem os seus interesses. A esse respeito, veja-se: *‘Traditional law and economics is largely based on the standard assumptions of neoclassical economics. These assumptions are sometimes useful but often false. People display bounded rationality: They suffer from certain biases, such as overoptimism and self-serving conceptions of fairness; they follow heuristics, such as availability, that lead to mistakes; and they behave in accordance with prospect theory rather than expected utility theory. People also have bounded willpower; they can be tempted and are sometimes myopic. They take steps to overcome these limitations. Finally, people are (fortunately!) boundedly self-interested. They are concerned about the well-being of others, even strangers in some circumstances, and this concern and their self-conception can lead them in the direction of cooperation at the expense of their material self-interest (and sometimes spite, also at the expense of their material self-interest). Most of these bounds can be and have been made part of formal model’*. JOLLS, Christine; SUNSTEIN, Cass; THALER, Richard. **A Behavioral Approach to Law and Economics**. Stanford Law Review, Vol. 50, July, 1998. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=74927>. Acesso em: 23 dez. 2024.

Os mercados financeiros apresentam ainda uma estrutura peculiar, altamente interconectada e bastante sensível à perturbação de efeitos sistêmicos. Assim sendo, existe uma preocupação adicional com a preservação do equilíbrio do sistema, demandando um contínuo controle da liquidez e volatilidade dos ativos e da integridade das instituições financeiras, de modo a gerir o risco de falhas sistêmicas e do alastramento de crises e disfuncionalidades. Outro traço distintivo é a crescente internacionalização desses mercados, que se desdobra em uma forte relação de interdependência entre os sistemas financeiros globais.

A atividade regulatória no setor financeiro, enquanto intervenção estatal sobre o campo das atividades privadas, visa a promover a eficiência alocativa mediante a correção de falhas e o condicionamento de comportamentos. Nesse sentido, a regulação financeira é tradicionalmente identificada com a consecução de alguns objetivos centrais, quais sejam: (i) a estabilidade sistêmica; (ii) a higidez e credibilidade das instituições financeiras e outros participantes de mercado; e (iii) a proteção dos clientes/investidores.²⁰⁵

A partir dessa premissa, alguns autores²⁰⁶ propõem uma tipologia para a atividade regulatória no sistema financeiro, subdividindo-a em três dimensões de atuação: regulação sistêmica, de condutas e prudencial.

A regulação sistêmica abrange mecanismos, técnicas e instrumentos de proteção da estabilidade e credibilidade do sistema financeiro como um todo, considerando o seu elevado grau de integração, de forma a mitigar os riscos de comprometimento da sua estrutura e o alastramento de problemas e crises. Cita-se, por exemplo, medidas como os regimes especiais de solvência e intervenção em

205 GOODHART, Charles A. "Some regulatory concerns". In: GOODHART, Charles A. (ed.). **The emerging framework of financial regulation**. London: Central Banking Publications, 1997.

206 YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 193.

bancos, a atuação do fundo garantidor de depósitos bancários e a operacionalização dos sistemas de pagamentos.

Na regulação de condutas, são estabelecidos arquétipos de comportamento e procedimentos a serem seguidos pelos agentes em suas relações concretas, prescrevendo-se obrigações positivas e negativas. De forma geral, a desconformidade (*non compliance*) às regras de conduta dá ensejo à aplicação de sanções. Esse tipo de regulação contempla medidas de prestação de informações obrigatórias, adequação da oferta de produtos ao perfil dos investidores (*suitability*) e regras para administração de recursos de terceiros, por exemplo.

Por fim, a regulação de tipo prudencial centra-se sobre as instituições em si, criando procedimentos para o controle e gerenciamento de riscos e o estabelecimento de requisitos mínimos de capital para fazer frente aos riscos decorrentes de suas atividades e operação.

Diferentes arranjos institucionais podem ser desenhados e engendrados para executar essas funções regulatórias típicas²⁰⁷, de forma a dar cumprimento aos objetivos a que a regulação financeira se destina a atender. A questão que ora se coloca, portanto, não diz respeito a quais atividades deveriam ser incluídas ou suprimidas do rol de incumbências das entidades supervisoras, mas sim qual seria a maneira mais eficiente de distribuir as responsabilidades na estrutura de supervisão de modo a otimizar a cooperação entre os reguladores do sistema financeiro.

207 Llewellyn (2004, p. 24) identifica dez funções universais dos reguladores do sistema financeiro: “*The basic functions performed by regulatory agencies are universal and cover 10 main areas: (1) prudential regulation for the safety and soundness of financial institutions, (2) stability and integrity of the payments system (3) prudential supervision of financial institutions, (4) conduct-of-business regulation (that is, rules about how firms conduct business with their customers), (5) conduct-of-business supervision, (6) safety net arrangements such as deposit insurance and the lender-of-last-resort role performed by the central bank, (7) liquidity assistance for systemic stability; that is, liquidity assistance for solvent institutions, (8) the handling of insolvent institutions, (9) crisis resolution, (10) issues related to market integrity*”. LLEWELLYN, David T. ‘*Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues*’. In: CARMICHAEL, Jeffrey. FLEMING, Alexander; LLEWELLYN, David T. (eds.). **Aligning financial supervisory structures with country needs**. Washington: World Bank Institute, 2004. p. 24.

3. A ESCOLHA DA ARQUITETURA INSTITUCIONAL: ABORDAGENS REGULATÓRIAS E *TRADE-OFFS*

A estrutura institucional²⁰⁸ é determinante para a efetividade geral das atividades de regulamentação e supervisão do sistema financeiro, tendo em conta que influenciam diretamente a capacidade técnica, as atribuições e a cultura de cada entidade reguladora, assim como condicionam as abordagens que elas podem vir a adotar.²⁰⁹ De acordo com a literatura²¹⁰, existem quatro métodos básicos para modelar a arquitetura da regulação financeira: institucional, setorial/funcional, unificado e por objetivos.

A abordagem institucional (*institutional or traditional model*) foca na forma das instituições objeto da regulação, delegando-a a um regulador específico. É o método adotado em países como China e México.

O segundo modelo de regulação funcional ou setorial (*functional or sectoral model*), pressupõe múltiplos reguladores, independentes e autônomos entre si, exercendo as funções regulatórias sobre cada subsistema do mercado financeiro. Tipicamente, cada autoridade é responsável pela supervisão e regulação de condutas exclusivamente em relação ao setor por ela regulado, com o escopo determinado pelo tipo de operações e produtos abrangidos (separação funcional). O modelo prestigia a especialização e a autonomia dos reguladores. Como visto, a regulação do sistema financeiro brasileiro é estruturada

208 Aqui, o termo “estrutura institucional” (ou “arquitetura institucional”) é utilizado para designar o conjunto de instituições (*agencies*) responsáveis pela regulamentação e supervisão do sistema financeiro.

209 Nesse sentido, ver (i) LLEWELLYN, David T. “Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues”. In: CARMICHAEL, Jeffrey. FLEMING, Alexander; LLEWELLYN, David T. (eds.). **Aligning financial supervisory structures with country needs**. Washington: World Bank Institute, 2004. p. 17-85; (ii) SCHMULOW, Andrew. **The four methods of financial system regulation: An international comparative survey** (2017). 26 JBFLP 151, UWA School of Law Research Paper. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3082092>. Acesso em: 27 dez. 2024.

210 ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca; GORDON, Jeffrey; MAYER, Colin; PAYNE, Jennifer. **Principles of financial regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2016.

de acordo com a lógica setorial, com quatro entidades supervisoras repartindo as atribuições regulatórias.

Por sua vez, o modelo unificado ou integrado (*unified or integrated model*) concentra em uma única entidade reguladora as atribuições para garantir a higidez do sistema e para exercer a regulação de condutas em todos os setores financeiros. Esse arranjo é calcado na existência de sinergias importantes na supervisão de bancos, seguradoras e integrantes do mercado de capitais. O primeiro país a instituir uma autoridade única foi Singapura (1984), acompanhado pelos países escandinavos nos anos subsequentes. Não obstante, a adoção do modelo unificado no Reino Unido, em 1997, por meio da concentração das atribuições na *Financial Services Authority (FSA)*, constituiu um importante marco a partir do qual esta alternativa ganhou repercussão internacional.

Por fim, o quarto método de regulação por objetivos (*objective-based model*) pressupõe a designação de competências e atribuições aos reguladores a partir de objetivos bem delimitados perseguidos pela regulação financeira. *Twin Peaks* é uma espécie do gênero regulação por objetivos, em que uma agência será responsável pela supervisão e estabilidade sistêmica, enquanto outra agência cuidará da regulação de condutas e da proteção dos consumidores e investidores para todos os tipos de instituições financeiras.

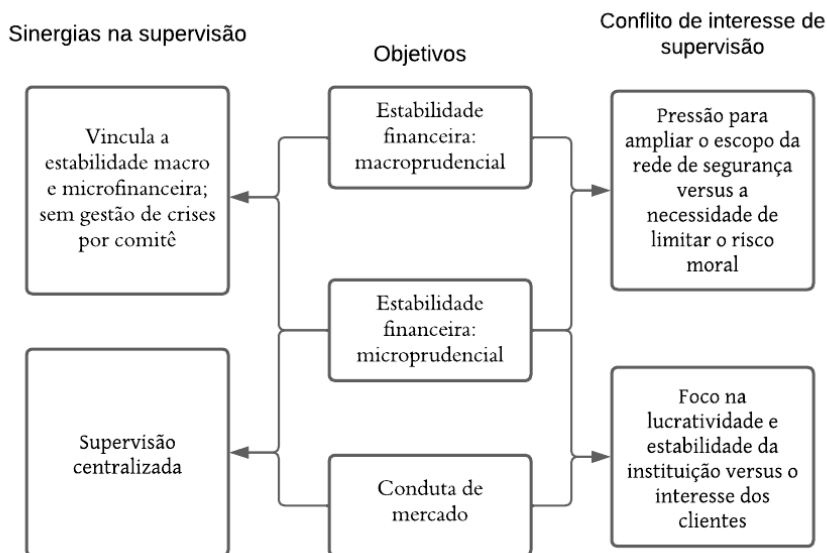


Figura 1: Sinergias e conflitos de interesse na supervisão do mercado financeiro ²¹¹

A escolha por determinada arquitetura institucional, com maior ou menor grau de integração entre as entidades reguladoras que a compõem, envolve a ponderação de *trade-offs* entre potenciais sinergias e conflitos de interesses. Nesse sentido, Kremers *et. al.* (2003)²¹² desenvolveram uma moldura para guiar a análise dos *trade-offs* associados a cada arranjo:

Considerando-se a tipologia apresentada, a arquitetura institucional pode se beneficiar das sinergias existentes, mediante a distribuição das competências e responsabilidades entre suas agências. Por exemplo, ao concentrar as atribuições de regulação sistêmica e de

211 Tradução livre da figura esquemática elaborada pelos autores em KREMERS, Jeroen. SCHOENMAKER, Dirk WIERTS, Peter. Cross-Sector Supervision: Which Model? In: R. Herring and R. Litan (eds.), **Brookings-Wharton Papers on Financial Services**: 2003, Brookings Institution, Washington DC, 225–243.

212 KREMERS, Jeroen. SCHOENMAKER, Dirk WIERTS, Peter. Cross-Sector Supervision: Which Model? In: R. Herring and R. Litan (eds.), **Brookings-Wharton Papers on Financial Services**: 2003, Brookings Institution, Washington DC, 225–243.

supervisão prudencial na mesma entidade reguladora, incrementa-se a capacidade do regulador de intervir rapidamente para reagir a um evento de crise. Isso porque existe uma sinergia importante entre a estabilidade no nível micro (regulação prudencial das instituições financeiras) e no nível macro (regulação sistêmica), que permite ao órgão regulador responsável atuar de forma responsiva e coordenada.

Por outro lado, a centralização das responsabilidades em uma mesma entidade pode originar conflitos de interesse, que podem comprometer o atendimento satisfatório dos objetivos concorrentes da regulação financeira. Não raro, a proteção da integridade das instituições financeiras, o que inclui a rentabilidade, conflita com a tutela dos interesses dos seus clientes e consumidores, o que pode criar incentivos para a priorização de um objetivo em detrimento de outro. A segregação das funções entre entidades supervisoras autônomas e independentes serve justamente ao propósito de mitigar possíveis conflitos.

Não existe uma formulação perfeita e universalmente válida acerca da estruturação ideal do arcabouço regulatório, devendo-se ponderar as características específicas de cada mercado regulado e de suas instituições. Dentro de um espectro de integração entre órgãos reguladores, as atribuições devem ser distribuídas de modo a otimizar a estrutura da regulação financeira, conciliando as sinergias e potenciais conflitos de interesse.

4. ESTUDO DE CASO: A IMPLEMENTAÇÃO DO TWIN PEAKS NO REINO UNIDO

O modelo *twin peaks* de regulação do sistema financeiro emprega dois reguladores especializados: um regulador (*peak*) encarregado da preservação da estabilidade sistêmica e regulação prudencial, enquanto o outro é incumbido da regulação de condutas de mercado e da proteção dos consumidores/investidores. A separação desses

objetivos em dois polos institucionais distintos é a pedra angular do sistema *twin peaks* e, supostamente, uma de suas principais virtudes.

As reformas implementadas pelo governo do Reino Unido na sua arquitetura de regulação financeira nas últimas décadas são fonte de valiosos insumos e aprendizados sobre o processo de transição ao modelo *twin peaks*, respeitadas as nuances e características particulares do sistema inglês. Não por outra razão, como visto, o Reino Unido é declaradamente uma inspiração para as discussões no Brasil acerca da eventual reorganização da estrutura de regulação financeira. Vale ressaltar também que a primeira formulação teórica do sistema *Twin Peaks* é extraída de artigo seminal do economista britânico Michael Taylor publicado em 1995.²¹³

Historicamente, uma multiplicidade de agências compartilhava as funções de regulação do sistema financeiro do Reino Unido, com a respectiva competência traçada em virtude do tipo de instituição regulada, a ponto de ser descrito como uma verdadeira “sopa de letrinhas”.²¹⁴ De acordo com Taylor²¹⁵, este arranjo institucional era extremamente ineficiente, na medida em que dava azo a diversos conflitos de interesse e confusões entre os papéis dos reguladores.

Em 1997, o governo do Reino Unido adotou uma ambiciosa e radical reforma de seu aparato institucional de regulação financeira, consolidando mais de dez agências reguladoras e de supervisão especializadas em uma única agência, a Financial Supervisory Authority (“FSA”). No novo arranjo, a FSA acumulava a responsabilidade tanto pela regulação sistêmica/prudencial quanto pela regulação de condutas e *enforcement*, funcionando como regulador único do sistema financeiro (*single peak*).

A concentração das funções regulatórias na FSA foi motivada, dentre outros fatores, pela percepção de que a dinâmica do sistema

213 TAYLOR, Michael. **Twin Peaks**: a regulatory structure for the new century. Centre for Study of Financial Innovation, No 20, (December 1995).

214 *Ibidem*, p. 77.

215 TAYLOR, Michael. **Twin Peaks**: a regulatory structure for the new century. Centre for Study of Financial Innovation, No 20, (December 1995), pp. 1-3.

financeiro havia se transformado substancialmente, crescendo em diversidade de produtos e serviços e na complexidade de relações entre os seus operadores. Notadamente, observou-se uma nítida dissipação da barreiras entre as atividades desenvolvidas pelas diferentes instituições financeiras, o que enfraquecia alguns dos argumentos em favor da abordagem setorial²¹⁶.

Nos anos que se seguiram, o modelo de regulação totalmente integrada do Reino Unido serviu de parâmetro de excelência, exaltando-se a eficiência que a unificação promoveria na supervisão dos agentes de mercado.²¹⁷

Contudo, o advento da crise financeira global em 2008 expôs as falhas e fragilidades do modelo com agência única, o que culminou em impactos severos para a estabilidade do sistema financeiro inglês, inclusive com grandes bancos enfrentando dificuldades²¹⁸. A abordagem de concentrar as funções de regulação do sistema financeiro na FSA foi vista como inadequada, na medida em que se constataram falhas em assegurar um escrutínio robusto dos riscos sistêmicos e do funcionamento das instituições. Nesse sentido, um relatório do Tesouro do Reino Unido destacou que:

216 *'Some of the traditional distinctions between different types of institutions have become increasingly blurred, which undermines some of the traditional arguments in favor of separate regulation and supervision of different types of financial institutions'*. LLEWELLYN, David T. 'Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues. In: CARMICHAEL, Jeffrey. FLEMING, Alexander; LLEWELLYN, David T. (eds.). **Aligning financial supervisory structures with country needs**. Washington: World Bank Institute, 2004. p. 44.

217 *"A model of an efficient and effective regulator, not only because of its streamlined model of regulation, but also because it adheres to a series of "principles of good regulation," which center on efficiency and economy, the role of management, proportionality, innovation, the international character of financial services, and competition. This overlay of pragmatic business principles, in addition to the traditional goals of regulation, has been a distinguishing feature of the UK regulatory approach'*. Working Group on Financial Supervision, "The Structure of Financial Supervision. Approaches and Challenges in a Global Marketplace", in **Group of Thirty's Special Report**. Group of Thirty, Consultative Group on International Economic and Monetary Affairs, Inc, 2008.

218 Cita-se, por exemplo, o caso do Halifax Bank of Scotland (HBOS).

Perhaps the most significant failing is that no single institution had responsibility, authority or powers to oversee the financial system as a whole. Before the crisis, the Bank of England had nominal responsibility for financial stability but lacked the tools to put this into effect; the Treasury, meanwhile, had no clear responsibility for dealing with a crisis which put billions of pounds of public funds at risk. All responsibility for financial regulation was in the hands of a single, monolithic regulator, the Financial Services Authority, and there was clearly, in the run-up to the financial crisis, too much reliance on ‘tick-box’ compliance²¹⁹.

Ainda que não seja possível traçar uma relação de causalidade direta entre os danos resultantes da crise de 2008 e a arquitetura de regulação financeira existente à época, o diagnóstico era de que a atuação da FSA como “regulador monolítico” do sistema financeiro precisava ser revista²²⁰.

De fato, a crise salientou a necessidade de a arquitetura de supervisão financeira incorporar uma perspectiva macroprudencial, voltada a garantir a saúde do sistema como um todo. Tradicionalmente, a supervisão do sistema financeiro era centrada em uma perspectiva

219 UNITED KINGDOM. HM Treasury. **A new approach to financial regulation:** the blueprint for reform, junho de 2011, p. 5.

220 “[T]he FSA was not so much the dog that did not bark as a dog barking up the wrong tree. The requirements of the Basel II framework not only weakened controls on capital adequacy by allowing banks to calculate their own risk-weightings, but they also distracted supervisors from concerns about liquidity and credit; they may also have contributed to the appalling supervisory neglect of asset quality. The FSA’s attempts to raise concerns on these other fronts from late 2007 onwards proved to be a case of too little, too late (...) The experience of the regulation of HBOS demonstrates the fundamental weakness in the regulatory approach prior to the financial crisis and as that crisis unfolded. (...) The regulatory approach encouraged a focus on box-ticking which detracted from consideration of the fundamental issues with the potential to bring the bank down. The FSA’s approach also encouraged the Board of HBOS to believe that they could treat the regulator as a source of interference to be pushed back, rather than an independent source of guidance and, latterly, a necessary constraint upon the company’s mistaken courses of action”. Parliamentary Commission on Banking Standards, Fourth Report of Session 2012-13, “An accident waiting to happen” – The failure of HBOS, HL Paper 144/HC 705, 4 April 2013, Para 84, p 28.

microprudencial, isto é, focada no monitoramento das instituições financeiras com o propósito de limitar o risco de perdas para seus clientes/investidores e possíveis efeitos colaterais sobre outras instituições.²²¹

Com efeito, um novo regime regulatório foi implementado em 2013, com a criação de duas novas agências reguladoras: *Financial Conduct Authority* (FCA) e *Prudential Regulation Authority* (PRA). O FCA passou a funcionar como um regulador independente responsável pela regulação de condutas (*conduct of business*) e de assuntos de mercado para todas as instituições financeiras e sociedades. Por sua vez, a PRA seria responsável pela regulação prudencial de grandes bancos, seguradoras e intermediários do mercado de capitais, atuando para garantir a estabilidade do sistema financeiro e a solvência dos agentes de mercado relevantes²²².

De acordo com alguns autores²²³, a transição do Reino Unido para o *twin peaks* proporcionou algumas vantagens em relação aos sistemas anteriores. Em primeiro lugar, a definição clara de objetivos regulatórios atribuídos a cada uma das agências mitigava a ocorrência de conflitos de interesses, equilibrando de maneira eficiente as preocupações de estabilidade sistêmica com a regulação de condutas e proteção dos consumidores e investidores. A conciliação desses objetivos no modelo totalmente integrado era consideravelmente

221 CALVO, Daniel. CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; GUTIÉRREZ, Oscar. **Financial supervisory architecture**: what has changed after the crisis? BIS, FSI Insights, No 8, April 2018.

222 CII's Policy briefing. **Towards Twin Peaks**: The UK's Emerging Regulatory Landscape (January 2013 Update). Disponível em: https://www.cii.co.uk/media/4119720/regulatory_landscape_dec_2012__20_dec_.pdf. Acesso em: 26 dez. 2024.

223 SCHMULOW, Andrew D. **The four methods of financial system regulation**: An international comparative survey; TAYLOR, Michael. 'Regulatory reform after the financial crisis: twin peaks revisited' In: HUANG, R. SCHOENMAKER, D.(eds.). **Institutional Structure of Financial Regulation**: Theories and International Experiences. Routledge: Abingdon, 2015; TAYLOR, Michael. **Twin Peaks**: a regulatory structure for the new century. Centre for Study of Financial Innovation, 1995; GOODHART, Charles. A. *et. al.* **Financial Regulation**: Why, How and Where Now?, 1998.

mais difícil, tendo em vista que a mesma entidade administrativa (*i.e.*, a FSA) era responsável por ambos os objetivos.

Adicionalmente, o novo modelo aprimorava a coordenação eficaz entre os reguladores, tornando-se melhor articulados para prevenir crises e para supervisionar os agentes de mercado.²²⁴ Com autonomia decisória e uma governança independente, PRA e FCA atuariam de maneira coordenada para regular o sistema financeiro, porém com óticas e objetivos distintos. Trata-se de uma importante vantagem em relação ao modelo de regulação setorial, em que os custos de coordenação entre os diversos reguladores são bem maiores, assim como existe uma maior suscetibilidade a redundâncias e regulações sobrepostas.²²⁵

Nesta perspectiva, o *twin peaks* constituiria o arranjo que melhor concilia o *trade-off* entre o aproveitamento das sinergias e a administração dos conflitos de interesse na atividade de supervisão. Isso porque, de um lado, extrai-se o máximo proveito da sinergia entre a estabilidade no nível micro (regulação prudencial das instituições financeiras) e no nível macro (regulação sistêmica), que permite às entidades reguladoras intervirem de forma abrangente e coordenada em todo o sistema financeiro.

Doutra parte, evita-se o risco de conflitos de interesse associados à integração total em uma agência única, permitindo a composição harmônica dos objetivos ao alocar as atribuições de regulação de condutas e sistêmica/prudencial de todas as instituições financeiras a agências distintas. As duas agências, PRA e a FCA, compartilham o mesmo espaço regulatório, porém estão comprometidas com a realização de objetivos distintos, o que inibe a tendência a prestigiar

224 CALVO, Daniel. CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; GUTIÉRREZ, Oscar. **Financial supervisory architecture**: what has changed after the crisis? BIS, FSI Insights, No 8, April 2018.

225 Define-se coordenação regulatória como “A utilização de mecanismos formais ou informais que visem ao aprimoramento da articulação, harmonização, cooperação, coerência e consistência na atuação de entidades ou órgãos da Administração Pública que compartilham o mesmo espaço regulatório”. PAULA, Ana Carolina Mello Pereira da Silva de. **Sistema Financeiro Nacional e coordenação regulatória**. São Paulo: Almedina, 2024.

um objetivo em detrimento do outro, como sucedia com a atuação do regulador monolítico.

A regulação por objetivos, especialmente na configuração *twin peaks*, teria incrementado a capacidade de supervisão do sistema financeiro, por meio da integração ótima entre as entidades supervisoras. Nesse sentido, seus defensores destacam como vantagens inerentes a essa estrutura: (i) a melhoria da cooperação entre supervisores pelo fortalecimento do intercâmbio de informações; (ii) a centralização das atribuições para regulação prudencial e sistêmica, o que eleva a capacidade para a gestão de crises; e (iii) o equilíbrio entre os reguladores do sistema financeiro. Estudos realizados em outras jurisdições, com a Austrália²²⁶ e os Países Baixos²²⁷, também sugerem diagnósticos semelhantes quanto ao modelo *twin peaks*.

No entanto, a experiência do Reino Unido também evoca algumas preocupações relevantes em uma possível implementação do *twin peaks* no Brasil. Inicialmente, é preciso contabilizar os custos de adequação das instituições ao novo regime regulatório. A criação de um novo supervisor prudencial, a *Prudential Regulation Authority*, e a conversão do antigo supervisor integrado em uma autoridade de condutas (*Financial Conduct Authority*) foram estimadas à época em 90 e 175 milhões de libras pelo Tesouro britânico²²⁸.

Outra advertência importante é que a opção pelo *twin peaks* levou em conta as características próprias do mercado financeiro inglês e de suas instituições, e que podem não ser constatadas em outras jurisdições. No caso do Reino Unido, Taylor defende que duas

226 Para uma análise detalhada da experiência australiana, ver GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. **Twin Peaks** – The legal and regulatory anatomy of Australia's system of financial regulation (August 3, 2015). CIPR Paper No. 074/2015, University of Melbourne Legal Studies Research Paper No. 725. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2657355>. Acesso em: 21 out. 2024.

227 Para uma análise detalhada experiência dos Países Baixos na adoção do *twin peaks*, ver KREMERS, Jeroen; SCHOENMAKER, Dirk. **Twin peaks: experiences in the Netherlands**. Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, 2010.

228 UNITED KINGDOM. HM Treasury. **A new approach to financial regulation: the blueprint for reform**, junho de 2011.

condições pré-existentes foram cruciais para que ele defendesse o modelo *twin peaks* como mais adequado àquela jurisdição: (i) a relevante participação de instituições não bancárias; e (ii) um robusto sistema de proteção aos consumidores/investidores²²⁹. Naturalmente, o transplante acrítico de soluções regulatórias, sem qualquer juízo de compatibilidade e pertinência, pode conduzir a resultados desastrosos.

5. *TWIN PEAKS*: UM MODELO DE REGULAÇÃO FINANCEIRA PARA O NOVO SÉCULO?

Ao propor uma nova abordagem para a regulação financeira em 1995, Michael Taylor defendeu que o modelo *twin peaks*, com dois entes reguladores com mandatos e objetivos distintos, seria o arranjo mais adequado para lidar com os crescentes desafios da contemporaneidade.

O mercado financeiro não é o mesmo para os quais os reguladores foram organizados para supervisionar e disciplinar. A profusão de novos produtos e serviços financeiros que não são facilmente enquadrados em um segmento específico, promovem a dissipação das categorias clássicas e funções típicas dos mercados bancário, de capitais e de seguros. De outro lado, observa-se uma mudança significativa nas características dos principais operadores que atuam nesse mercado, que passam a se organizar em conglomerados e a ofertar serviços financeiros de modo inovador.²³⁰⁻²³¹

A aparente obsolescência da estratégia de regulação setorial e suas fragilidades face à nova dinâmica dos mercados financeiros globais

229 TAYLOR, Michael. **Regulatory Reform After the Financial Crisis** – Twin Peaks Revisited. Speech delivered at the Law and Finance Senior Practitioner Lectures, Oxford, United Kingdom, 16 February 2011.

230 MELO FILHO, Augusto. **Regulação financeira por objetivos**: um modelo regulatório para o futuro? Dissertação de Mestrado em Direito Da Regulação na Fundação Getúlio Vargas, 2018.

231 SALAMA, Bruno M.; PRADO, Viviane M. Operações de crédito dentro de grupos financeiros: governança corporativa como complemento à regulação bancária. In: ARAÚJO, Danilo; WARDE JR., Walfrido. (orgs.). **Os grupos de sociedades**: organização e exercício da empresa. São Paulo: Saraiva, 2012.

tem sido apontada pela doutrina²³² e por organismos internacionais²³³, que defendem as vantagens comparativas da adoção de um modelo de regulação por objetivos, como é o caso do *twin peaks*.

Com base no escrutínio da experiência do Reino Unido acima desenvolvido, é possível enunciar algumas vantagens associadas a um modelo de regulação por objetivos baseada na abordagem *twin peaks*. É preciso advertir, contudo, que a adequação da arquitetura institucional é condição necessária, mas não suficiente para endereçar todos os desafios da regulação financeira contemporânea.²³⁴

O modelo *twin peaks* é fundamentado na especialização da supervisão do mercado financeiro em torno de objetivos bem definidos: a regulação de condutas, com foco na integridade do mercado e nas relações entre intermediários e seus clientes; e a regulação prudencial/sistêmica, com foco na manutenção da estabilidade do sistema. Tal orientação atenua a ocorrência de conflitos de interesse que podem suceder com múltiplos reguladores setoriais, ou com regulador único. Ainda, dado que os critérios de competência não são vinculados a conceitos próprios dos setores bancário, securitário e de capitais, cuja divisão é cada vez menos perceptível na prática, os reguladores estariam mais aptos a lidar com produtos e serviços financeiros inovadores.

232 Para posicionamentos críticos sobre o modelo de supervisão setorial, confira-se: (i) SCHMULOW, Andrew. **The four methods of financial system regulation: An international comparative survey** (2017). 26 JBFLP 151, UWA School of Law Research Paper. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3082092>. Acesso em: 27 de dez. 2024; (ii) TAYLOR, Michael. “Regulatory reform after the financial crisis: twin peaks revisited”. In: HUANG, R. SCHOENMAKER, D.(eds.). **Institutional structure of financial regulation: Theories and international experiences**. Routledge: Abingdon, 2015; (iii) TAYLOR, Michael. **Twin Peaks: a regulatory structure for the new century**. Centre for Study of Financial Innovation, No 20, (December 1995). No Brasil, veja-se (iv) YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

233 BANK FOR INTERNATIONAL SETTINGS (BIS). “Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?”. **FSI Insights on policy implementation n° 8**, 2018, p. 7.

234 “The structure only provides the outer shell of an organisation. It requires the necessary tools, equipment, resources, information and co-ordination to perform properly”. LUI, Alison. Single or twin? the UK financial regulatory landscape after the financial crisis of 2007-2009. **Journal of Banking Regulation**, 13(1), 2012, pp. 24-35.

Além disso, o modelo *twin peaks* tira proveito das sinergias potenciais resultantes da concentração da supervisão de diferentes tipos de instituições financeiras, congregando os setores bancário, securitário e de capitais. A utilização das sinergias de supervisão tende a gerar ganhos de eficiência, na medida em que permite maior integração da arquitetura institucional e uma ampliação do fluxo de informações e de infraestruturas.

Ressalta-se que a capacidade de supervisão dos reguladores setoriais está fortemente atrelada aos recursos (orçamento, pessoas e tecnologia) disponíveis, o que no caso do Brasil, repercute em diferenças consideráveis nas capacidades individuais das supervisoras setoriais: Banco Central, SUSEP, CVM e PREVIC. Em caso de consolidação dos reguladores setoriais no modelo *Twin Peaks*, poderia-se mitigar alguns dos desafios existentes em relação à carência de recursos, mediante o aproveitamento das sinergias num “super-regulador”.

A abordagem por objetivos, com dois grandes reguladores, promove a harmonização entre os regramentos aplicáveis às instituições financeiras, que passam a estar submetidas a regras de conduta consistentes. Reduz-se, também, a possibilidade de sobreposição de regimes regulatórios (*regulatory overlap*) comumente associadas ao modelo de regulação setorial, em que um mesmo prestador de serviços financeiros diversificados poderá estar sujeito a diferentes regimes.

Em última análise, porém, o funcionamento eficiente desse *framework* depende da criação de uma “cultura de coordenação”, como evidenciado na experiência do Reino Unido²³⁵. Considerando o espaço regulatório compartilhado pelas agências (*i.e.*, o mercado financeiro), é preciso estabelecer mecanismos formais e informais de intercâmbio

235 “A single regulator might not have a clear focus on the objectives and rationale of regulation, and might not make the necessary differentiation between different types of institutions. Even if the different regulatory requirements of different types of firms were managed with specialist divisions of a mega regulator, it is not self evident that supervisors within the same organization but responsible for different types of business would necessarily communicate and co-ordinate more efficiently and closely than they would within different, specialist regulatory agencies”. GOODHART, Charles. A. et. al. **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, 1998, p. 153.

de informações e de cooperação proativa no exercício das funções de supervisão e *enforcement* das normas regulatórias. Por exemplo, as consultas e os acordos interagências e a edição de regulamentações e orientações conjuntas podem ser empregados como mecanismos de coordenação²³⁶.

Por fim, a despeito das virtudes teóricas citadas, não é possível emitir um juízo peremptório pela superioridade do *twin peaks* para todo e qualquer sistema financeiro. Como mesmo adverte Michael Taylor, proponente da versão original desse modelo, o *twin peaks* “não é algo que deve ser adotado apenas porque é a tendência atual fazê-lo. Você precisa analisar o tipo de indústria que você está pretendendo regular”²³⁷.

6. CONCLUSÕES

O desenho institucional para a regulação financeira não deve ser visto como um projeto finalizado e irretocável, mas como um esboço que sempre admite revisões e aprimoramentos para os novos tempos e seus desafios. Afinal, trata-se de uma indústria dinâmica e viva, e assim também devem ser as instituições responsáveis pela sua regulação.

Neste momento em que se cogita uma reconfiguração da regulação do mercado financeiro no Brasil, uma análise crítica da experiência das reformas regulatórias implementadas pelo Reino Unido na conversão de seu sistema é um exercício muito rico. No entanto, torna-se necessário “aclimatar” as discussões desenvolvidas para incorporar os gargalos e potencialidades do mercado brasileiro.

236 Para uma análise dos mecanismos de coordenação entre agências em um espaço compartilhado, ver FREEMAN, Jody; ROSSI, Jim. *Agency coordination in shared regulatory space*. **Harvard Law Review**. Vol. 125. March 2012, Number 5. Cambridge: Harvard Law Review Association, 2012.

237 Tradução livre de discurso proferido por Michael Taylor em 2011, conforme transcrito em: TAYLOR, Michael. “Regulatory Reform After the Financial Crisis – Twin Peaks Revisited” (Speech delivered at the Law and Finance Senior Practitioner Lectures, Oxford, United Kingdom, 16 February 2011)

Em linha com a hipótese de pesquisa, foram coletados indícios que sugerem que a conversão ao modelo *twin peaks* contribuiu para aprimorar a estrutura de regulação financeira no Reino Unido, com ganhos de eficiência pelo aproveitamento de sinergias e pela maior integração entre as entidades supervisoras.

Observou-se, em princípio, um potencial fortalecimento da integração e cooperação entre supervisores e o equilíbrio entre os reguladores do sistema financeiro. A centralização das funções de regulação prudencial e sistêmica também eleva a capacidade para corrigir disfunções e gerir crises. Por fim, cita-se a convergência da mesma estrutura regulatória para supervisionar todas as instituições do sistema financeiro, de forma harmônica e coerente, eliminando as barreiras setoriais entre os segmentos bancário, securitário e de capitais.

No entanto, a conveniência de uma reforma ampla das atribuições das entidades de regulação financeira no Brasil, nos moldes daquela implementada no Reino Unido e em outros países que optaram pelo sistema *twin peaks*, exige um estudo minucioso e amplo, que deve considerar outras variáveis, como as características das instituições locais e a dinâmica particular de funcionamento do mercado brasileiro.

Seja como for, a reforma da arquitetura institucional isoladamente não é suficiente para forjar um modelo de regulação financeira adequado para o novo século. Em paralelo, é necessário assegurar que os reguladores disponham de meios adequados para atuar de forma responsiva e coordenada. Caso contrário, será apenas mais uma solução para inglês ver.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca; GORDON, Jeffrey; MAYER, Colin; PAYNE, Jennifer. **Principles of financial regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2016.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTINGS (BIS). “Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?”. **FSI Insights on policy implementation n° 8**. p.7. Publicado em 04/2018.

CALVO, Daniel. CRISANTO, Juan Carlos; HOHL, Stefan; GUTIÉRREZ, Oscar. **Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?** BIS, FSI Insights, No 8, April 2018.

CII. Policy briefing (2013). **Towards Twin Peaks: The UK’s Emerging Regulatory Landscape** (January 2013 Update). Disponível em: https://www.cii.co.uk/media/4119720/regulatory_landscape_dec_2012__20_dec_.pdf. Acesso em: 26 dez. 2024.

EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FREEMAN, Jody; ROSSI, Jim. “Agency coordination in shared regulatory space”. **Harvard Law Review**. Volume 125. March 2012 Number 5. Cambridge: Harvard Law Review Association, 2012.

GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. **Twin Peaks** – The legal and regulatory anatomy of Australia’s system of financial regulation (August 3, 2015). CIFR Paper No. 074/2015, University of Melbourne Legal Studies Research Paper No. 725. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2657355>. Acesso em: 21 out. 2024.

GOODHART, Charles A. “Some regulatory concerns”. In: GOODHART, Charles A. (ed.). **The emerging framework of financial regulation**. London: Central Banking Publications, 1997.

GOODHART, Charles. A. *et. al.* **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, 1998.

GROUP OF THIRTY. Working Group on Financial Supervision. The Structure of Financial Supervision. Approaches and Challenges in a Global Marketplace. In: **Group of Thirty’s Special Report**. Group of Thirty, Consultative Group on International Economic and Monetary Affairs, Inc, 2008.

JOLLS, Christine; SUNSTEIN, Cass; THALER, Richard. **A Behavioral Approach to Law and Economics**. Stanford Law Review, Vol. 50, July, 1998. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=74927>. Acesso em: 23 dez. 2024.

KREMERS, Jeroen. SCHOENMAKER, Dirk WIERTS, Peter. Cross-Sector Supervision: Which Model? In: R. Herring and R. Litan (eds.), **Brookings-Wharton Papers on Financial Services: 2003**, Brookings Institution, Washington DC, 225–243.

KREMERS, Jeroen; SCHOENMAKER, Dirk. **Twin peaks: experiences in the Netherlands**. Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, 2010.

LLEWELLYN, David T. *‘Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues’*. In: CARMICHAEL, Jeffrey. FLEMING, Alexander; LLEWELLYN, David T. (eds.). **Aligning financial supervisory structures with country needs**. Washington: World Bank Institute, 2004.

LUI, Alison. Single or twin? the UK financial regulatory landscape after the financial crisis of 2007-2009. **Journal of Banking Regulation**, 13(1), 2012, pp. 24- 35.

MELO FILHO, Augusto. **Regulação financeira por objetivos**: um modelo regulatório para o futuro? Dissertação de Mestrado em Direito Da Regulação na Fundação Getulio Vargas, 2018.

OECD (2022), Regulatory Reform in Brazil, OECD Reviews of Regulatory Reform, OECD Publishing, Paris, p. 16. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/d81c15d7-en>.

PAULA, Ana Carolina Mello Pereira da Silva de. **Sistema Financeiro Nacional e coordenação regulatória**. São Paulo: Almedina, 2024.

PITTA, André Grunspun. PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. “Sistema Financeiro Nacional”. In: **Direito do mercado de valores mobiliários**. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022.

SALAMA, Bruno M.; PRADO, Viviane M. “Operações de crédito dentro de grupos financeiros: governança corporativa como complemento à regulação bancária”. In: ARAÚJO, Danilo; WARDE JR., Walfrido. (orgs.). **Os grupos de sociedades**: organização e exercício da empresa. São Paulo: Saraiva, 2012.

SCHMULOW, Andrew. **The four methods of financial system regulation**: An international comparative survey (2017). 26 JBFLP 151, UWA School of Law Research Paper. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3082092>. Acesso em: 27 dez. 2024.

TAYLOR, Michael. ‘Regulatory reform after the financial crisis: Twin peaks revisited’. In: HUANG, R. SCHOENMAKER, D.(eds.). **Institutional Structure of Financial Regulation**: Theories and International Experiences. Routledge: Abingdon, 2015.

TAYLOR, Michael. **Regulatory Reform After the Financial Crisis** – Twin Peaks Revisited. Speech delivered at the Law and Finance Senior Practitioner Lectures, Oxford, United Kingdom, 16 February 2011.

TAYLOR, Michael. **Twin Peaks**: a regulatory structure for the new century. Centre for Study of Financial Innovation, No 20, (December 1995).

UNITED KINGDOM. HM Treasury. **A new approach to financial regulation**: the blueprint for reform, junho de 2011.

UNITED KINGDOM. Parliamentary Commission on Banking Standards, Fourth Report of Session 2012-13, “An accident waiting to happen” – The failure of HBOS, HL Paper 144/HC 705, 4 April.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

LAW AND DEVELOPMENT OF THE VENTURE CAPITAL MARKET

DIREITO E DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE VENTURE CAPITAL

Gabriela Andrade Goés (Fundação Getulio Vargas - FGV)²³⁸

Abstract

The venture capital industry plays an important role in financing of startups. Several countries have adopted measures to promote the activities of innovative companies, as well as venture capital (VC) investments. Scholars examine various economic and institutional factors that determine VC investment levels across countries. The objective of this article is to analyze how law can influence the development of the venture capital market. To this end, it presents a literature review on the legal aspects considered essential for the growth of VC markets in various countries, focusing on corporate law aspects. The article identifies that law may impact the VC market through three central elements: (i) the availability of capital in this sector; (ii) the existence of appropriate legal institutions to enable the activities of financial intermediaries; and (iii) the existence of a favorable environment for the development of innovative businesses by entrepreneurs.

Keywords. Venture Capital, Corporate Law, Startups, Corporate Governance, Corporate Finance, Contract Law.

238 Doutoranda em Direito e Desenvolvimento pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito SP), com período como pesquisadora visitante na Faculdade de Direito da Universidade de Oxford. Mestre em Direito e Desenvolvimento pela FGV Direito SP. Foi Diretora Acadêmica do Instituto de Direito Global e Pesquisadora do Núcleo de Direito, Economia e Governança da FGV Direito SP. Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná. Advogada.

Resumo

O mercado de venture capital desempenha um papel importante no financiamento de startups. Diversos países vêm adotando medidas para promover as atividades de startups, bem como investimentos em venture capital (VC). A literatura analisa diversos fatores econômicos e institucionais que determinam os níveis de investimento em VC entre diferentes países. O objetivo deste artigo é analisar como o direito pode influenciar o desenvolvimento do mercado de VC. Para isso, apresenta uma revisão da literatura sobre os aspectos jurídicos considerados essenciais para o crescimento dos mercados de VC em diversos países, com foco nos aspectos de direito societário. A partir da revisão de literatura, o artigo identifica como o direito pode impactar o mercado de VC por meio de três elementos centrais: (i) a disponibilidade de capital neste setor; (ii) a existência de instituições jurídicas adequadas para viabilizar as atividades dos intermediários financeiros; e (iii) a existência de um ambiente favorável para o desenvolvimento de negócios inovadores por empreendedores.

Palavras-chave. Venture Capital, Direito Societário, Startups, Governança Corporativa, Finanças Corporativas, Direito Contratual.

1. Introduction. 2. The Existence of Capital: Availability of Financial Resources. A. State Incentives; B. Regulatory Aspects: Participation of Institutional and Foreign Investors; C. Tax Incentives; **3. The Role of Financial Intermediaries: Venture Capital Funds.** A. Limited Partnerships; B. Exit Conditions and Disinvestment; **4. The Role of Entrepreneurs: Founders and Startups.** A. The Role of Corporate Law; B. Civil Insolvency Regime; C. Labor Law Aspects. **5. Conclusion. 6. References.**

1. INTRODUCTION²³⁹

The Brazilian venture capital (VC) market has experienced significant growth in recent years. In 2023, 770 venture capital financing transactions were executed in Latin America, amounting to approximately \$3.7 billion invested²⁴⁰. This is a substantial increase compared to 2016, when only \$0.5 billion was invested across 197 deals²⁴¹. Brazil plays a key role in these figures, accounting for 42% of the deals and 44% of the capital invested in Latin America's VC market in 2023²⁴². Despite the considerable growth witnessed in recent years, the venture capital market in Brazil still lags far behind the figures of the United States of America (U.S.) and Europe's venture capital industries. In 2022, over 13,380 companies in the U.S. received \$205 billion in VC investments²⁴³. On the other hand, Europe recorded 8,880 VC financing transactions, amounting to \$88.5 billion²⁴⁴.

Several countries have adopted measures to promote the activities of innovative companies, as well as venture capital investments²⁴⁵.

239 This study was supported by Fundação Getúlio Vargas through the Mario Henrique Simonsen Scholarship for Teaching and Research and, in part, by Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES), through the Programa de Suporte à Pós-Graduação de Instituições de Ensino Superior - PROSUP and CAPES - Finance Code 001.

240 According to data from the report on Latin America 2024 Industry Data & Analysis from the Association for Private Capital Investment in Latin America (LAVCA). Available at: <https://www.lavca.org/research/2024-lavca-industry-data-analysis/>

241 According to data from the report on Latin America 2024 Industry Data & Analysis from the Association for Private Capital Investment in Latin America (LAVCA). Available at: <https://www.lavca.org/research/2024-lavca-industry-data-analysis/>

242 According to data from the report on Latin America 2024 Industry Data & Analysis from the Association for Private Capital Investment in Latin America (LAVCA). Available at: <https://www.lavca.org/research/2024-lavca-industry-data-analysis/>

243 According to data from CB INSIGHTS, *State of Venture - Global 2022*. Available at https://static1.squarespace.com/static/56cbee6301dbae33a826e622/t/6426fcde4e6cbc5da369b923/1680276707142/CB-Insights_State-of-Venture-Report-2022.pdf

244 According to data from CB INSIGHTS, *State of Venture - Global 2022*. Available at https://static1.squarespace.com/static/56cbee6301dbae33a826e622/t/6426fcde4e6cbc5da369b923/1680276707142/CB-Insights_State-of-Venture-Report-2022.pdf

245 LIN, Lin. *Venture capital law in China*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p. 1. ARMOUR, John. Personal insolvency law and the demand for venture

Scholars examine various economic and institutional factors that determine VC investment levels across countries²⁴⁶. Numerous studies explore the potential relationships between law and venture capital investment levels in certain countries²⁴⁷. Among these, a seminal work in the field is Ronald Gilson's article entitled "Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience." In this article, the author analyzes the U.S. VC market and identifies three factors that have contributed to its development. Briefly, these three factors are: (i) the availability of financial resources dedicated to the VC sector; (ii) the role of financial intermediaries; and (iii) the presence of entrepreneurs²⁴⁸. Building on Gilson's classification, this article systematizes the literature by identifying the ways in which law can influence the development of the venture capital market²⁴⁹.

capital. *European business organization law review*, v. 5, p. 87-118, 2004, p. 88.

246 JENG, Leslie A.; WELLS, Philippe C. The determinants of venture capital funding: evidence across countries, *Journal of Corporate Finance*, v. 6, p. 241-289, 2000. LERNER, J; TÅG, J. Institutions and Venture Capital. IFN Working Paper No. 897, 2012. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1979249>. BONINI, S; ALKAN, S. The political and legal determinants of venture capital investments around the world. *Small Business Economics*, v. 39, n. 4, pp. 997-1016, 2012. LERNER, J. The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital. *Small Business Economics*, v. 35, n. 3, 255-264, 2010.

247 See ARMOUR, John. Personal Insolvency Law and the Demand for Venture Capital. *European Business Organization Law Review*, v. 5, p. 87-118, 2004, p. 88. BLACK, B.S.; GILSON, R.J. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics*, v. 47, 1998; e JENG, Leslie A.; WELLS, Philippe C. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries, *Journal of Corporate Finance*, v. 6, p. 241-289, 2000.

248 GILSON, R.J. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Review*, v. 55, n. 4, p. 1067-1103, 2003, p. 1069, 1093.

249 Other alternative classifications of the ways in which law can influence venture capital investments are: (i) according to factors affecting supply (i.e., the interest of investors in allocating financial resources to this market) vs. factors affecting demand (i.e., the interest of entrepreneurs in developing projects and new ventures), a classification adopted by John Armour (ARMOUR, John. Law, Innovation and Finance. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003); and (ii) according to the different stages of a VC investment cycle, namely: fundraising, investment, and exit, as adopted by Lin Lin in LIN, Lin. *Venture Capital Law in China*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. Lin Lin, in the article entitled "Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China," also draws on Gilson's classification to analyze the development of the venture capital market, focusing

The first one is the availability of capital for investment, which, in the context of the venture capital market, is characterized by being a specific type of capital aimed at early-stage companies, with a high potential for financial returns as well as high risk²⁵⁰. The second factor consists of the existence of specialized financial intermediaries, who operate in this market by investing in selected companies, thus serving as intermediaries between final investors and companies. The existence of entrepreneurs is the third factor mentioned by Gilson as necessary for the creation of a venture capital market. According to the author, the existence of entrepreneurs depends on the availability of capital and specialized financial intermediaries²⁵¹.

Considering these three factors, the question the article seeks to explore is how law can influence the development of the venture capital market. To this end, it presents a literature review of the legal aspects considered essential for the growth of VC markets across various countries, focusing on corporate law aspects. The texts included in the literature review were selected based on an initial and broad search using the keywords “venture capital,” “law,” and “development.” This search was conducted in the databases SSRN, JSTOR, Google Scholar, and Revista dos Tribunais. In each database, articles, books and book chapters addressing legal aspects and their influence on the development of the venture capital market were selected. The selection comprised works analyzing the influence of various legal factors from a comparative perspective, as well as studies investigating the impact of specific rules and legal institutions on VC investments in different jurisdictions. The reviewed texts utilized both quantitative and qualitative methodologies. The primary criterion for selection was relevance to the topic. Additionally, the review incorporated texts not

exclusively on China. See LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017.

250 GILSON, R.J. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Review*, v. 55, n. 4, p. 1067-1103, 2003, p. 1070-1072.

251 GILSON, R.J. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Review*, v. 55, n. 4, p. 1067-1103, 2003, p. 1102-03.

identified in the initial search but cited in previously selected works and deemed pertinent to the article's subject.

The article is divided into three main sections, in addition to this introduction and the conclusion. Section 1 examines the legal factors influencing capital availability, analyzing how law may affect access to capital. Section 2 discusses how legal aspects can impact the activity of financial intermediaries in the VC market. Finally, Section 3 addresses the legal factors that can influence the presence of entrepreneurs and the development of a favorable entrepreneurial environment for VC investments.

2. THE EXISTENCE OF CAPITAL: AVAILABILITY OF FINANCIAL RESOURCES

For VC activities to take place, it is necessary that there are investors willing to allocate financial resources to this market. There are two main categories of financial resources dedicated for venture capital investments: public and private resources²⁵². Generally, the capital committed to the VC industry comes from the following classes of investors: pension funds, private companies, banks, insurers, government, and public companies²⁵³. This section examines the legal aspects that can influence the level of capital available for VC investments, focusing on the role of government incentive programs, the regulation applicable to the activities of institutional and foreign investors, as well as tax incentives within this context.

A. STATE INCENTIVES

One approach to increasing the levels of committed capital in the VC industry is through government programs aimed at promoting

252 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 171.

253 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 171.

investments in this sector. Lin Lin, in discussing the development of the venture capital market in China, highlights the central role of state incentives in that country's market²⁵⁴. The author shows how, in China, a substantial portion of VC investments has been made through government-established investment funds, called "Government Guidance Funds - GGFs" (*zhengfu yiandao jijin*)²⁵⁵. This program was created to increase the volume of resources available for investments in early-stage companies, particularly technology-based ones²⁵⁶. Recent examples from other countries that have created investment funds with public resources for startup investments include New Zealand²⁵⁷, Singapore²⁵⁸, and Brazil²⁵⁹.

In Brazil, the first initiatives of this kind date back to the 1970s²⁶⁰. In 1974, the Brazilian government defined its initial efforts to encourage equity financing for small and medium-sized enterprises. In 2001, the government launched the Inovar Program, aimed at

254 Other countries with government programs aimed at investing in startups include New Zealand — through the creation of the 'New Zealand Venture Investment Fund' — and Singapore, through the establishment of the 'Singapore Early-Stage Venture Fund. See LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 171.

255 LIN, Lin. *Venture Capital Law in China*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p. 92-98.

256 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 171. Regarding issues identified in the practice of this type of fund, the GGFs, see LIN, Lin. *Venture Capital Law in China*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p.98-104.

257 LERNER, Josh et al. *A Study of New Zealand Venture Capital and Private Equity Market and Implications for Public Policy*, LECG, 2005. Available at: <https://thehub.swa.govt.nz/assets/documents/MoRST%20Venture%20Capital%20Market%20Study%202005.pdf>

258 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p.171.

259 See <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/fundos-de-investimentos/fip-anjo-startups>. Also see MAZZUCATO, Mariana; PENNA, Caetano. The Brazilian Innovation System: A Mission-Oriented Policy Proposal. Centro De Gestão E Estudos Estratégicos, 2016, p.57-59. Available at: <https://www.cgee.org.br/the-brazilian-innovation-system>.

260 LIMA JÚNIOR, Irineu de Souza et al. An Institutional Perspective on the Development of the Venture Capital Market in Brazil. In: *Entrepreneurial Finance, Innovation and Development*. 1st edition [Online]. Routledge. pp. 120–145, 2022.

creating a venture ecosystem in Brazil ²⁶¹. The Brazilian Development Bank (BNDES) also established several key investment funds focused on emerging and innovative companies, such as Criatec (in 2007, 2013, and 2016) and FIP Anjo, created in 2018²⁶².

State incentives in this regard are important not only for increasing the amount of capital available for investments in early-stage companies but also for encouraging other investors to allocate their financial resources to this type of investment ²⁶³. However, there is controversy in the literature about the impact of state incentives on the development of VC markets. A study by Armour and Cumming suggests that the implementation of state subsidy programs would not help promote the VC market; on the contrary, it could potentially discourage private investment in the sector ²⁶⁴.

B. REGULATORY ASPECTS: PARTICIPATION OF INSTITUTIONAL AND FOREIGN INVESTORS

Considering the transnational nature of the VC market, a favorable regulatory environment is essential to attract foreign

261 LEAMON, A.; LERNER, J. *Creating a Venture Ecosystem in Brazil: FINEP's INOVAR Project*. Boston, MA: Harvard Business School, 2012. For a summary on the history of VC in Brazil, see LIMA JÚNIOR, Irineu de Souza et al. An Institutional Perspective on the Development of the Venture Capital Market in Brazil. In: *Entrepreneurial Finance, Innovation and Development*. 1st edition [Online]. Routledge. pp. 120-145, 2022

262 LIMA JÚNIOR, Irineu de Souza et al. An Institutional Perspective on the Development of the Venture Capital Market in Brazil. In: *Entrepreneurial Finance, Innovation and Development*. 1st edition [Online]. Routledge. pp. 120-145, 2022, p. 125-126.

263 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p.171.

264 Ver ARMOUR, John; CUMMING, Douglas. The Legislative Road to Silicon Valley. *Oxford Economic Papers*, v. 58, n. 4, p. 596-635, 2006, p. 630-631. For other studies questioning whether public subsidies have positive or negative effects, see LELUX, Benoit; SURLEMONT, Bernard. Public versus Private Venture Capital: Seeding Or Crowding Out? A Pan-European analysis, *Journal of Business Venturing*, v. 18, n. 1, p-81-104, 2003; and CUMMING, Douglas. Government Policy Towards Entrepreneurial Finance Innovation Investment Funds, *Journal of Business Venturing*, v.22, n. 2, p.196-235, 2007.

investors²⁶⁵. China's experience demonstrates how state regulation can influence the levels of venture capital within country. The presence of institutional investors, such as investment banks, insurers, and pension funds in the Chinese VC market grew significantly after 2008, following the implementation of regulatory reforms. As Lin Lin demonstrates, since 2008, institutions like the China Securities Regulatory Commission, along with insurance and banking sector regulators have allowed institutional investors to participate in equity investments²⁶⁶.

The availability of resources for VC investments is also influenced by regulations affecting foreign investors. China's experience also illustrates this relationship, with regulatory reforms, especially since 1995, focused on encouraging the formation of foreign investment funds dedicated to the VC sector²⁶⁷. In this regard, Lin Lin highlights the creation of the "Regulations on the Administration of Foreign Invested Venture Capital Enterprises," allowing foreigners to invest in the Chinese market through the creation of a new investment vehicle - "Foreign Invested Venture Capital Enterprise - FIVCIE."²⁶⁸

Brazil has recently experienced a rise of foreign investors participating in VC investment rounds²⁶⁹. According to data from KPMG, foreign investors have increased their participation in the Brazilian private equity and venture capital industry from 54% in 2011 to 71% in 2019²⁷⁰. In recent years, both the number of companies

265 LERNER, J. The Future of Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital. *Small Business Economics*, v. 35, n. 3, p. 255-264, 2010.

266 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p.171.

267 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 177.

268 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 177.

269 LIMA JÚNIOR, Irineu de Souza et al. An Institutional Perspective on the Development of the Venture Capital Market in Brazil. In: *Entrepreneurial Finance, Innovation and Development*. 1st edition [Online]. Routledge. pp. 120-145, 2022, p 131.

270 KPMG; ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. *Data Consolidation: Private Equity and Venture Capital Industry in Brazil 2015 - 2016 - 2017 - 2018 - 2019 - 2020*, 2020.

receiving investments and the total amount of venture capital funding have grown significantly²⁷¹.

C. TAX INCENTIVES

The tax framework is another factor highlighted in the literature as crucial for increasing the availability of private capital in venture capital markets²⁷². By analyzing data from the venture capital and private equity industries of Austria, Belgium, Canada, Norway, Finland, France, Germany, Ireland, Italy, the Netherlands, Portugal, Spain, Sweden, the United Kingdom, and the United States from 1990 to 2003, Armour and Cumming demonstrate how an appropriate tax regime, with adjusted incentives, can support the creation of VC and PE funds, thereby increasing the availability of financial resources for investments in these markets²⁷³.

Tax reforms implemented by China also illustrate this relationship, with fiscal reforms aimed at encouraging the formation and structuring of financial intermediaries in the form of VC investment funds, including management institutions (general partners – GPs) and investors (limited partners – LPs)²⁷⁴. According to data gathered by Lin Lin, the majority of investors in the Chinese VC market today are

271 KPMG; ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. *Data Consolidation: Private Equity and Venture Capital Industry in Brazil 2015 – 2016 – 2017 – 2018 – 2019 – 2020*, 2020.

272 ARMOUR, John; CUMMING, Douglas. The Legislative Road to Silicon Valley. *Oxford Economic Papers*, v. 58, n. 4, p. 596-635, 2006; LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 178. There are also studies that demonstrate how different tax rules can lead to different ways of structuring VC investments. In this regard, see, GILSON, R.J.; SCHIZER, D.M. Understanding Venture Capital Structure: a Tax Explanation for Convertible Preferred Stock, *Harvard Law Review*, v. 116, p. 874-916, 2003; LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity, *The Quarterly Journal of Economics*, p. 223-246, 2005.

273 ARMOUR, John; CUMMING, Douglas. The Legislative Road to Silicon Valley. *Oxford Economic Papers*, v. 58, n. 4, p. 596-635, 2006, p. 613-628.

274 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 178-179.

individuals and families (53%), followed by private companies (14.6%) and investment banks (9.4%)²⁷⁵. There is also a growing number of VC funds being created by private sector companies, such as Tencent and Alibaba. Interviews conducted by Lin Lin indicate that the tax incentives adopted in China have contributed to investors' interest in the VC market, thereby increasing the levels of committed capital within the Chinese VC industry ²⁷⁶.

3. THE ROLE OF FINANCIAL INTERMEDIARIES: VENTURE CAPITAL FUNDS

Venture capital investment funds serve as financial intermediaries by raising capital from end-investors and applying these funds to finance the activities of startups²⁷⁷. In this context, the legal framework plays an important role by enabling (or hindering) the existence of investment vehicles capable of allocating rights and obligations in such a way that they are attractive for investments in the VC market.

A. LIMITED PARTNERSHIPS

Regarding financial intermediaries, one of the primary ways in which the law influences venture capital investment levels is through the legal forms and structures available in a given country for organizing financial resources under VC management ²⁷⁸. Since the

275 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 178-179.

276 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 179.

277 ARMOUR, John. Law, Innovation and Finance. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p. 134.

278 ARMOUR, John. Law, Innovation and Finance. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p. 148.

1970s, the predominant vehicle for structuring investments in the U.S. VC market has been the limited partnership²⁷⁹.

Thus, it is important to broadly analyze how financial intermediaries in the U.S. VC market are traditionally organized under the limited partnership structure, which may help understand the relevance of this legal form for the development of the VC market. A limited partnership comprises two types of partners: investors (limited partners – LP), whose role is to provide capital to form the partnership, having limited liability and no right to participate in management, and managers (general partners – GP), who allocate these resources by investing in companies, thus having some management rights in the invested companies²⁸⁰. Contractually, the limited partnership is governed by a partnership agreement, which provides the necessary flexibility for its partners to align their interests²⁸¹. Investors typically have voting rights over certain changes to the partnership agreement, such as its liquidation, extension of the fund's duration, and removal of a general partner²⁸². The limited partnership holds both the financial resources for future investments and the shares of the startups that are part of the partnership's portfolio.

According to research by Lin Lin, in recent years, several countries, such as Singapore, New Zealand, Taiwan, Japan, and Switzerland, have implemented reforms in their legal systems to introduce the limited partnership structure to attract more equity

279 GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *The Venture Capital Cycle*. 2nd ed. Cambridge, Mass: MIT Press, 2004, p 9-10.

280 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 181.

281 For a review about the legal and organizational structure of partnerships, see MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. Venture Capital Financing of Innovative Firms: an Introduction. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p.5-7; LIN, Lin. Engineering a venture capital market: lessons from China...p. 182.

282 MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. Venture capital financing of innovative firms: an introduction...p.5.

investments²⁸³. Similarly, other countries that already had limited partnerships in their systems, such as the United Kingdom and Australia, have implemented reforms to encourage investment growth in this sector²⁸⁴. In 2006, China introduced the limited partnership in its system through reforms in its Partnership Enterprise Law, which was part of the Chinese government's initiative to promote scientific innovation, recognizing venture capital investment promotion as a key element for innovation and sustainable economic development²⁸⁵.

B. EXIT CONDITIONS AND DISINVESTMENT

In the context of the VC investment, the exit event is crucial²⁸⁶. Generally, the main exit strategies are: (i) an initial public offering (IPO); (ii) a trade sale to a third-party strategic buyer, implemented through mergers or acquisitions of the invested company by another company in the same economic sector; (iii) a secondary sale to another investor; (iv) a buyback, implemented by the entrepreneur repurchasing the

283 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p.181. ARMOUR, John. Law, Innovation and Finance. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p.148. For a description of the organizational forms of VC funds in China from a comparative perspective, see LIN, Lin. *Venture Capital Law in China*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021, p. 45-92.

284 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 181. MCCAHERY, Joseph; VERMEULEN, Erik. Limited Partnership Reform In The United Kingdom: A Competitive, Venture Capital Oriented Business Form, *European Business Organization Law Review*, v. 5, p. 61- 85, 2004, p. 72.

285 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, 182-184.

286 See BLACK, B.S.; GILSON, R.J. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics*, v. 47, p.243-277, 1998, p. 252-257, for a theory on the importance of exit strategies for VCs, both from the perspective of their relationship with the fund's investors and with regard to the portfolio companies.

investor's equity stake; and (v) a write down, achieved through the dissolution and liquidation of the invested company²⁸⁷.

In this regard, a capital market that facilitates IPOs for smaller companies is another factor that significantly impacts the VC market. The literature suggests a correlation between the size and liquidity of a country's capital market and the size of its VC market²⁸⁸. According to a study by Black and Gilson, when comparing countries whose economies are more capital market-centered with those where the banking system is stronger, the VC market is more developed in the former group²⁸⁹. The authors argue that the possibility of exit through an IPO is essential for the development of an active VC market because this type of exit allows investors and entrepreneurs to enter into a kind of implicit contract regarding control of the invested company, which would not be replicable in a bank-centered system²⁹⁰.

287 CUMMING, Douglas; MACINTOSH, Jeffrey. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits, *Journal of Banking and Finance*, v. 27, n. 3, p. 511-548, 2003, p. 511-512.

288 See BLACK, B.S.; GILSON, R.J. Does Venture Capital Require an Active Stock Market? *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 11, n. 4, 1999; ROCK, Edward. Greenhorns, Yankees, and Cosmopolitans: Venture Capital, IPOs, Foreign Firms, and U.S. Markets, *Theoretical Inquiries in Law*, v.2, p.711-744, 2001; MAYER, Colin et al. Sources of funds and investment activities of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom, *Journal of Corporate Finance*, v. 11, n. 3, p.586-608, 2005; e JENG, Leslie A.; WELLS, Philippe C. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries, *Journal of Corporate Finance*, v. 6, p. 241-289, 2000.

289 BLACK, B.S.; GILSON, R.J. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics*, v. 47, 1998. The authors present data from the markets of different countries supporting the correlation between the development of the capital markets and the venture capital market. This correlation can be observed in the markets of Japan and Germany, whose systems are centered around the banking sector and feature smaller venture capital markets compared to those in the United Kingdom and the United States, which are centered around the capital markets. Furthermore, the authors also provide data on how the development of the venture capital market in Israel was marked by the implementation of exits for investors through initial public offerings on NASDAQ, thus using institutions available in the North American market. BLACK, B.S.; GILSON, R.J. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics*, v. 47, 1998.

290 For a complete description of the theory developed by the authors, see BLACK, B.S.; GILSON, R.J. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics*, v. 47, 1998, p. 258-264.

This correlation can be evidenced by China's experience, as noted by Lin Lin²⁹¹. The Chinese experience shows how legal system reforms aimed at improving the institutional structure and regulatory environment of the capital market can encourage exits through IPOs and, consequently, the development of the capital market. The author demonstrates how the creation of three stock exchanges in China since 1990 has offered and encouraged VC fund disinvestment operations through IPOs²⁹². In 2009, the ChiNext stock exchange was created, inspired by the NASDAQ model, with more flexible listing requirements compared to the Shanghai Stock Exchange (SSE) and the Shenzhen Stock Exchange (SZSE)²⁹³. In 2016, 148 companies that received VC and PE investments went public and were listed on the Chinese capital market, accounting for 61.5% of the total disinvestment operations carried out by investors that year²⁹⁴.

4. THE ROLE OF ENTREPRENEURS: FOUNDERS AND STARTUPS

The third factor identified by Gilson as necessary for the formation of a venture capital market is the existence of entrepreneurs. Several factors highlighted by the literature can be grouped around

291 For a description and empirical data on the correlation between the capital markets and the venture capital market, based on the experience of China see LIN, Lin. Venture Capital Exits and the Structure of Stock Market in China. *Asian Journal of Comparative Law*, v. 12, n. 1, p.1-40, 2017.

292 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 179-180; LIN, Lin. Venture Capital Exits and the Structure of Stock Market in China. *Asian Journal of Comparative Law*, v. 12, n. 1, p.1-40, 2017, p. 6-10.

293 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 179-180.

294 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 179-180. Despite the successes of some reforms, several institutional aspects persist in the Chinese market that hinder the existence of a more efficient capital market. For a summary of these aspects, see LIN, Lin. Venture Capital Exits and the Structure of Stock Market in China. *Asian Journal of Comparative Law*, v. 12, n. 1, p.1-40, 2017, p.18-23.

this category, which are considered determinants for the development of the venture capital industry.

A. THE ROLE OF CORPORATE LAW

The legal frameworks available in a given country concerning the legal entities through which entrepreneurs can structure their activities under a separate legal entity are another way in which law can be significant for the VC market in a given country. Few studies have explored the relationship between corporate law and the development of the VC market²⁹⁵.

Initially, the literature examined the correlation between the levels of investor protection and VC investments. While some studies found no correlation²⁹⁶, others identified a negative correlation between one and the other²⁹⁷. Allen and Song analyzed whether the level and growth of VC investments in different countries are influenced by corporate governance²⁹⁸. The authors, based on the paper of La

295 For studies recognizing this gap see NIGRO, Casimiro; ENRIQUES, Luca. Venture Capital e Diritto Societario Italiano: Un Rapporto Difficile [Venture Capital and Italian Corporate Law: A Complex Relationship], *Analisi Giuridica dell'Economia*, v. 1., 2021, p. 155; PEREIRA, Alvaro. The Law of Contingent Control in Venture Capital, *Colum. Bus. L.Rev.*, v. 2023, n. 2, p. 675, 2023, p. PEREIRA, Alvaro. Designing Startup Corporate Law: A Minimum Viable Product, *Rev. Banking & Fin. L.*, v. 42, p. 367, 2022, p. 373. GIUDICI, P., AGSTNER, P.; CAPIZZI, A. The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience. *Eur Bus Org Law Ver*, v. 23, p. 787-820, 2022.

296 JENG, Leslie A.; WELLS, Philippe C. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries, *Journal of Corporate Finance*, v. 6, p. 241-289, 2000. "By regressing venture capital investments on shareholder rights and legal origin dummies in Table 9B, we can show to what extent these investments are dependent on the variables underlying IPOs. Rule of Law and Anti-director Rights are not significant in this regression" P. 270.

297 ALLEN, Franklin; SONG, Wei-ling. Venture Capital and Corporate Governance. In: CORNELIUS P.K. e KOGUT B., *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. Oxford: Oxford University Press, 2003, pp. 133 ss.

298 ALLEN, Franklin; SONG, Wei-ling. Venture Capital and Corporate Governance. In: CORNELIUS P.K. e KOGUT B., *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. Oxford: Oxford University Press, 2003, p. 148.

Porta et al.²⁹⁹, used measures of investor protection and contract enforcement as proxies for corporate governance effectiveness and examined their impact on VC activity across various countries. Allen and Song's findings indicate that venture capitalists seek to invest in countries with better creditor protection rather than shareholder protection, which would be more relevant for publicly traded firms³⁰⁰.

Subsequent research has analyzed the role of enforcement in the development of the venture capital markets. A study by Lerner and Schoar indicates that countries with a common law tradition and a stronger legal enforcement are associated with more developed VC markets. The findings of Lerner and Schoar research suggest that systematic differences in legal enforcement may limit the type of contracts that parties can enter into³⁰¹. The authors analyzed 210 transactions from thirty distinct countries that occurred between 1987 and 2003. They found that transactions in common law jurisdictions and with better contract enforcement are far less likely to use common shares, and more likely to use convertible preferred stock³⁰². On the other hand, in countries with civil law background and where legal enforcement is difficult, the investments relied on majority control, used debt more often and also have more board representation. Lerner and Schoar argue that ownership could be a substitute for the lack of contractual protection³⁰³. Although, the authors discuss that

299 ALLEN, Franklin; SONG, Wei-ling. Venture Capital and Corporate Governance. In: CORNELIUS P.K. e KOGUT B., *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. Oxford: Oxford University Press, 2003, p. 153.

300 ALLEN, Franklin; SONG, Wei-ling. Venture Capital and Corporate Governance. In: CORNELIUS P.K. e KOGUT B., *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. Oxford: Oxford University Press, 2003, p. 153.

301 LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity, *The Quarterly Journal of Economics*, p. 223-246, 2005, p. 224-225.

302 LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity, *The Quarterly Journal of Economics*, p. 223-246, 2005, p. 224-225.

303 LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity, *The Quarterly Journal of Economics*, p. 223-246, 2005, p. 224-225.

this substitution could lead to less developed VC markets. The reason for that is that investors would have difficulties in diversifying their portfolio, given that they would need to rely on larger equity stakes³⁰⁴. The entrepreneur, on the other side, would be forced to give up a substantial amount of cash flow and control rights early on³⁰⁵.

Recent scholarship has observed that there is more to the relationship between corporate law and VC investment levels, showing that the level of flexibility of the corporate law of a given jurisdiction also matters. According to these studies, a flexible corporate law is necessary for the development of a VC market, so that venture capitalists and entrepreneurs can tailor investments according to the particularities of the VC business model³⁰⁶. In other words, the corporate law of a given jurisdiction could also be relevant due to its greater or lesser suitability to allow VC, and entrepreneurs allocate decision-making powers and cash-flow rights in a way suitable for the needs of companies based on a highly innovative entrepreneurial project³⁰⁷.

304 LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity, *The Quarterly Journal of Economics*, p. 223-246, 2005, p. 224-225.

305 LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity, *The Quarterly Journal of Economics*, p. 223-246, 2005, p. 224-225.

306 See NIGRO, Casimiro; ENRIQUES, Luca. Venture Capital e Diritto Societario Italiano: Un Rapporto Difficile [Venture Capital and Italian Corporate Law: A Complex Relationship], *Analisi Giuridica dell'Economia*, v. 1., 2021; NIGRO, Casimiro; GÖZLÜGÖL, Alperen A. Building an EU Venture Capital Market: What About Corporate Law? In: GIMIGLIANO, G.; CATTELAN, V. (eds.) *Money Law, Capital, and the Changing Identity of the European Union*. Oxford: Hart Publishing, 2022, p.169; ARMOUR, John. Law, Innovation and Finance. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p. 135; GIUDICI, Paolo; AGSTNER, Peter. Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?), *Eur Bus Org Law Rev*, v. 20, p. 597-632, 2019; MCCAHERY, Joseph; VERMEULEN, Erik. Business Organization Law and Venture Capital. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p. 162-187.

307 NIGRO, Casimiro; ENRIQUES, Luca. Venture Capital e Diritto Societario Italiano: Un Rapporto Difficile [Venture Capital and Italian Corporate Law: A Complex Relationship], *Analisi Giuridica dell'Economia*, v. 1., 2021, p. 155.

One of the aspects highlighted in the literature regarding the implications of flexible corporate law rules is the ability of the parties involved in an investment transaction to modify and define specific governance rules provided in the company's charter or articles of association³⁰⁸. Venture capitalists and entrepreneurs enter into a myriad of complex contracts designed to achieve two major objectives³⁰⁹. First, they were designed to mitigate uncertainty, informational asymmetries, and moral hazard risks by enhancing parties' incentives to promptly disclose all relevant information and expend optimal efforts to maximize overall enterprise value³¹⁰. Second, the VC contracts were also designed to align with the biphasic structure of VC investments, i.e. one phase aimed at generating value and other at its monetization, which would give the VC the right to, at a certain point in the startup life cycle, divest and generate liquidity to the final investors³¹¹. Furthermore, these contracts include numerous clauses designed to ensure its self-enforcement³¹². Specifically,

308 ARMOUR, John. Law, Innovation and Finance. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p.149. MCCAHERY, Joseph; VERMEULEN, Erik. Business organization law and venture capital. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p. 172.

309 NIGRO, Casimiro; ENRIQUES, Luca. *Venture Capital e Diritto Societario Italiano: Un Rapporto Difficile...*p. 156.

310 See STROMBERG, Per; KAPLAN, Steven. Financial Contracting Theory Meets the Real World: an Empirical Analysis of Venture Capital Contacts, *The Review of Economic Studies*, v. 70, n. 2, p. 281-315, 2003. For an analyzes on stage financing and the use of convertible securities in VC financing, from an economic perspective see CORNELLI F. e YOSHA O. Stage Financing and the Role of Convertible Securities, v. 70, n.1, *The Review of Economic Studies*, p.1-32, 2003 and see HELLMANN, Thomas. IPOs, Acquisitions, and The Use of Convertible Securities in Venture Capital. *Journal of Financial Economics*, v. 81, n. 3, p. 649-679, 2006.

311 NIGRO, Casimiro; ENRIQUES, Luca. *Venture Capital e Diritto Societario Italiano: Un Rapporto Difficile...*p. 156. For an analyzes of exit provision in VC financing contracts, see SMITH, D. Gordon. The exit structure of venture capital. *UCLA Law Review*, v. 53, n. 2, p. 315-356, 2005.

312 NIGRO, Casimiro; ENRIQUES, Luca. *Venture Capital e Diritto Societario Italiano: Un Rapporto Difficile...*p. 156. According to the authors, this model is similar to the one described by Bernard Black and Reinier Kraakman in BLACK, Bernard; KRAAKMAN, Reinier. A Self-Enforcing Model of Corporate Law, *Harvard Law Review*, v. 109, n. 8, p.1911-1982, 1996.

they are structured to allow the venture capitalist to protect certain interests only by applying specific powers provided by the contracts, which has the function of limiting, as far as possible, recourse to the judicial authority and, in this way, minimizing the risk of reputational prejudices that could arise from the involvement in legal disputes³¹³.

The literature has recently studied in more detail the correlation between the rigidity of a given corporate law regime and the levels of VC investment in a given jurisdiction³¹⁴. Such theory starts from the understanding that corporate law defines the default terms of the corporate contract, allocating cash-flow and control-rights in a certain way³¹⁵. Venture capitalists and entrepreneurs have incentives to change the default arrangements and the standard corporate contract according to their specific needs. Depending on the flexibility of the corporate law of a given jurisdiction, it can facilitate or hinder this process. In this way, a flexible corporate law allows VCs and entrepreneurs to reach the equilibrium on which contract formation is contingent more easily³¹⁶.

On the other hand, a rigid corporate law could create friction in two ways. First, a rigid corporate law may prevent the adoption one

313 NIGRO, Casimiro; ENRIQUES, Luca. *Venture Capital e Diritto Societario Italiano: Un Rapporto Difficile...* p. 156.

314 See e.g. NIGRO, Casimiro; ENRIQUES, Luca. *Venture Capital e Diritto Societario Italiano: Un Rapporto Difficile*; NIGRO Casimiro; STAHL J.R. *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, *Eur. Bus. Org. L. R.*, v. 22, pp. 39, 2021; ENRIQUES, Luca; and NIGRO, Casimiro. *Corporate Law and Venture Capital in Italy: What Does the Empirical Evidence (Really) Tell Us?*, Oxford Business Law Blog, 16 November 2023, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/11/corporate-law-and-venture-capital-italy-what-does-empirical-evidence-really>.

315 NIGRO, Casimiro; GÖZLÜGÖL, Alperen A. *Building an EU Venture Capital Market: What About Corporate Law?* In: GIMIGLIANO, G. & CATTELAN, V. (eds.) *Money law, capital, and the changing identity of the European Union*. Oxford: Hart Publishing, 2022, p. 169.

316 NIGRO, Casimiro; GÖZLÜGÖL, Alperen A. *Building an EU Venture Capital Market: What About Corporate Law?* In: GIMIGLIANO, G. & CATTELAN, V. (eds.) *Money law, capital, and the changing identity of the European Union*. Oxford: Hart Publishing, 2022, p. 169.

or more contractual provisions³¹⁷. Besides that, a rigid corporate law may generate higher transaction costs, in the form of drafting costs, litigation costs, unenforceability costs, renegotiation costs etc³¹⁸. This is another way on which a rigid corporate regime could prevent venture capitalists and entrepreneurs from cooperating, what could lead to a decrease in the overall volume of VC investments³¹⁹.

Regarding the ways that a rigid corporate law may prevent the adoption one or more contractual provisions, one example is the use of convertible notes in Italy. According to Paolo Giudici and Peter Agstner, it is debatable, under the Italian corporate law system, whether a private company could issue convertible notes³²⁰. In Italy, such instrument was typically used only by public companies, until a reform in the Italian corporate law in 2003, which allowed private companies to issue standard debt securities (*titoli di debito*)³²¹. However, such law reform did not mention the possibility of including a conversion right. In view of this legislative gap, Italian scholars debated whether Italian private companies or SRLs could issue convertible debt notes³²².

317 NIGRO, Casimiro; GÖZLÜGÖL, Alperen A. Building an EU Venture Capital Market: What About Corporate Law? In: GIMIGLIANO, G. & CATTELAN, V. (eds.) *Money law, capital, and the changing identity of the European Union*. Oxford: Hart Publishing, 2022, p. 169.

318 NIGRO, Casimiro; GÖZLÜGÖL, Alperen A. Building an EU Venture Capital Market: What About Corporate Law? In: GIMIGLIANO, G. & CATTELAN, V. (eds.) *Money law, capital, and the changing identity of the European Union*. Oxford: Hart Publishing, 2022, p. 169.

319 NIGRO, Casimiro; GÖZLÜGÖL, Alperen A. Building an EU Venture Capital Market: What About Corporate Law? In: GIMIGLIANO, G. & CATTELAN, V. (eds.) *Money law, capital, and the changing identity of the European Union*. Oxford: Hart Publishing, 2022, p. 169-170.

320 GIUDICI, Paolo; AGSTNER, Peter. Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?), *Eur Bus Org Law Ver*, v. 20, p. 597-632, 2019, p. 27-30.

321 GIUDICI, Paolo; AGSTNER, Peter. Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?), *Eur Bus Org Law Ver*, v. 20, p. 597-632, 2019, p. 27-28

322 GIUDICI, Paolo; AGSTNER, Peter. Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?), *Eur Bus Org Law Ver*, v. 20, p. 597-632, 2019, p 27-28.

Moreover, there is also a debate among Italian scholars regarding the applicable limits to the issuance of classes of quotas with limited or multiple voting rights³²³. According to a law reform occurred in 2012-2017, the articles of incorporation of startups may allow the creation of classes of quotas “within the limit imposed by law”, but it does not indicate which these limits are³²⁴. Therefore, scholars refer those limits by analogy to the Italian law of public corporations, understanding that multiple votes cannot be more than three and that the maximum amount of shares with limited voting rights shall not exceed half the share capital³²⁵.

Regarding the UK VC market, Armour highlights some difficulties that certain mandatory corporate law rules in the UK can pose for the implementation of certain rights typically present in VC investment contracts³²⁶. Among the aspects mentioned by Armour are the fiduciary duties of directors and the principle of capital preservation. According to the author, the fiduciary duty of directors to act in the best interest of the company may create difficulties for directors appointed by VC funds, particularly when exercising their functions in situations where a conflict of interest exists between the fund and the founders. This is because, if a director appointed by an investor acts solely to favor the interests of the VC fund that appointed them, they will violate their fiduciary duty as a director of the investee company³²⁷.

323 GIUDICI, Paolo; AGSTNER, Peter. Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?), *Eur Bus Org Law Ver*, v. 20, p. 597-632, 2019, p. 30-31.

324 GIUDICI, Paolo; AGSTNER, Peter. Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?), *Eur Bus Org Law Ver*, v. 20, p. 597-632, 2019, p. 30-31.

325 GIUDICI, Paolo; AGSTNER, Peter. Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?), *Eur Bus Org Law Ver*, v. 20, p. 597-632, 2019, p. 30-31.

326 ARMOUR, John. Law, Innovation and Finance. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p. 150-151.

327 ARMOUR, John. Law, Innovation and Finance. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p. 150-151.

The second example mentioned by Armour relates to a clause typically found in VC investment contracts, particularly in the U.S. model: redemption rights, which grant investors the right to require the company to buy back their shares under certain conditions and at a set price (thus offering a kind of guaranteed return to investors)³²⁸. However, according to the principle of capital preservation established in the Companies Act of 1985, if a company does not have available profits to carry out such a repurchase, the shareholder will not have a valid claim for damages in court if the company fails to fulfill the redemption obligation it has contractually assumed. Thus, the redemption right typically granted to VC investors under the contractual arrangements used in the U.S. could not be specifically enforced in the UK due to incompatibility with the principle of capital preservation³²⁹.

The Chinese experience of the recent development of its VC market support the argument regarding the influence of the level of flexibility of corporate law to VC investments. Corporate law rules in China have also undergone reforms aimed at simplifying existing corporate structures to stimulate entrepreneurial activity in the country³³⁰. According to Lin Lin, the corporate form usually adopted by companies in the Chinese VC market is the limited liability company. Recently, China's corporate law was amended to reduce the costs of incorporating companies and foster the development of VC practices in the country. One of the reforms carried out in 2013 was the elimination of the minimum capital requirement for both domestic and foreign companies³³¹. This aspect is also highlighted by Armour, who suggests a correlation between the ease of incorporating companies and the demand for VC investments, mentioning the minimum capital

328 FELD, Brad; MENDELSON, Jason. *Venture deals*. 4. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2019, p. 93-94.

329 ARMOUR, John. *Law, Innovation and Finance*...p. 150.

330 LIN, Lin. *Engineering a venture capital market: lessons from China*...p. 187-189.

331 LIN, Lin. *Engineering a venture capital market: lessons from China*...p. 188.

requirement found in various European countries as an obstacle to the development of such a market in those regions³³².

According to Lin Lin, another important reform implemented by China was the introduction of a “three-in-one” business registration system, which, since 2015, eliminated the need for approvals from three different government agencies for companies applying for registration, simplifying the business formation process in China³³³. A third significant reform in China’s corporate law context was the creation of a new reporting system in 2014. Through this reform, companies are no longer required to submit annual reports for verification by the national regulatory body³³⁴. According to Lin Lin, these initiatives have significantly reduced the costs and procedures required to incorporating companies, as well as improved the business environment as a whole in China.

B. CIVIL INSOLVENCY REGIME

Another legal aspect for which there is evidence in the literature of its influence on the VC market are the rules on civil insolvency. According to a study by John Armour, the personal insolvency rules can significantly impact venture capital activity³³⁵. Armour analyzed the insolvency rules in eleven jurisdictions, including Belgium, Denmark,

332 ARMOUR, John. Law, Innovation and Finance. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p. 150-151.

333 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 188.

334 LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017, p. 189.

335 See ARMOUR, John. Personal insolvency law and the demand for venture capital. *European business organization law review*, v. 5, p. 87-118, 2004. The author also discusses the potential impact of corporate law in times of crisis on the levels of development of the VC market but indicates that the effects of the insolvency regime are potentially more significant.

France, Germany, Ireland, Italy, the Netherlands, Spain, Sweden, the United Kingdom, and the United States³³⁶.

These rules could affect the interest of companies and founders in seeking VC investment—in two ways: (i) *ex ante*, as strict personal insolvency rules could discourage entrepreneurs from creating high-growth, high-risk tech-based companies; and (ii) *ex post*, given that a set of personal insolvency rules that hinder the financial rehabilitation of individuals who have declared personal bankruptcy could economically exclude talented entrepreneurs whose businesses did not succeed due to reasons beyond the founders' diligence and efforts³³⁷.

C. LABOR LAW ASPECTS

The literature also examines the influence of labor law on the development of the VC market. Armour, based on the work of Jeng and Wells³³⁸ and Gilson³³⁹, argues that labor law can impact the demand side of the venture capital market, that is, the entrepreneurs' interest in developing business activities³⁴⁰. One aspect of this relationship concerns the flexibility of labor regimes in different jurisdictions. According to a study by Jeng and Wells, the existence of rigid labor

336 ARMOUR, John. Personal insolvency law and the demand for venture capital. *European business organization law review*, v. 5, p. 87-118, 2004, p. 101.

337 ARMOUR, John. Personal insolvency law and the demand for venture capital. *European business organization law review*, v. 5, p. 87-118, 2004, p. 101-102.

338 JENG, Leslie A.; WELLS, Philippe C. The determinants of venture capital funding: evidence across countries, *Journal of Corporate Finance*, v. 6, p. 241-289, 2000.

339 GILSON, R.J. The legal infrastructure of high technology industrial districts: Silicon Valley, route 128, and covenants not to compete, *New York University Law Review*, v. 74, p. 575-629, 1999.

340 ARMOUR, John. Law, Innovation and Finance. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p. 151.

law rules is negatively associated with VC investment levels in the analyzed countries³⁴¹.

Another way labor law could influence the VC market, according to Gilson's study, is through the positioning of courts in each jurisdiction regarding the enforcement of non-compete clauses³⁴². In the state of California, in the United States, as Gilson pointed out, non-compete obligations are typically not enforced by courts. While this might initially seem detrimental, Gilson argues that the greater possibility of information transfer between agents in local markets can benefit the VC market, fostering innovation in general³⁴³.

5. CONCLUSION

This article aimed to explore the relationships and potential implications between law and the venture capital market. Based on a literature review, it examined how law may impact the VC market through three central elements: (i) the availability of capital in this sector; (ii) the existence of appropriate legal institutions to enable the activities of financial intermediaries; and (iii) the existence of a favorable environment for the development of innovative businesses by entrepreneurs.

Regarding the first of these elements, the literature indicates that a country's legal framework can influence the level of capital allocated to the VC sector through three main areas. One of these -though debated in the literature- is the role of state in encouraging investments in this market, particularly through the creation of investment funds

341 JENG, Leslie A.; WELLS, Philippe C. The determinants of venture capital funding: evidence across countries.

342 GILSON, R.J. The legal infrastructure of high technology industrial districts: Silicon Valley, route 128, and covenants not to compete...p. 602-613.

343 GILSON, R.J. The legal infrastructure of high technology industrial districts: Silicon Valley, route 128, and covenants not to compete... p.602-613; e ARMOUR, John. Law, Innovation and Finance. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003, p. 151.

dedicated to venture capital. The second area concerns the regulatory framework, which may either incentivize or deter institutional and foreign investors from participating in the VC market. Additionally, the literature suggests correlations between tax law and the level of capital available for VC investments.

The legal aspects related to financial intermediaries in the venture capital market are also addressed in the literature. Studies have analyzed how the legal structures available for organizing investment funds affect their performance, particularly in accommodating the specific characteristics of relationships between final investors and VC fund managers. Moreover, this article highlighted how exit conditions—especially through initial public offerings (IPOs)—play a crucial role in the development of the VC market accross jurisdictions.

Finally, the article examined the role of entrepreneurs. The literature discusses how corporate law, labor law and the civil insolvency regimes can influence the entrepreneurial environment and, consequently, the development of the VC market. With respect to corporate law, scholars emphasize the significance of incorporation costs and procedures, as well as the flexibility of corporate law rules. In the context of civil insolvency, there is evidence suggesting that insolvency laws can either encourage or inhibit entrepreneurial activity in a given country. Similarly, research highlights the influence of labor law flexibility and the enforcement of non-compete clauses on the evolution of venture capital markets.

6. REFERENCES

ALLEN, Franklin; SONG, Wei-ling. Venture Capital and Corporate Governance. In: CORNELIUS P.K. e KOGUT B., *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. Oxford: Oxford University Press, 2003.

ARMOUR, John; CUMMING, Douglas. The Legislative Road to Silicon Valley. *Oxford Economic Papers*, v. 58, n. 4, p. 596-635, 2006.

ARMOUR, John. Law, Innovation and Finance. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003.

ARMOUR, John. Personal insolvency law and the demand for venture capital. *European business organization law review*, v. 5, p. 87-118, 2004.

BLACK, B.S.; GILSON, R.J. Does Venture Capital Require an Active Stock Market? *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 11, n. 4, 1999.

BLACK, B.S.; GILSON, R.J. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics*, v. 47, 1998.

BLACK, Bernard; KRAAKMAN, Reinier. A Self-Enforcing Model of Corporate Law, *Harvard Law Review*, v. 109, n. 8, p.1911-1982, 1996.

BONINI, S; ALKAN, S. The political and legal determinants of venture capital investments around the world. *Small Business Economics*, v. 39, n. 4, pp. 997-1016, 2012.

CORNELLI F.; YOSHA O. Stage Financing and the Role of Convertible Securities, v. 70, n.1, *The Review of Economic Studies*, p.1-32, 2003.

CUMMING, Douglas; MACINTOSH, Jeffrey. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits, *Journal of Banking and Finance*, v. 27, n. 3, p. 511-548, 2003

CUMMING, Douglas. Government Policy Towards Entrepreneurial Finance Innovation Investment Funds, *Journal of Business Venturing*, v.22, n. 2, p.196-235, 2007.

FELD, Brad; MENDELSON, Jason. *Venture deals*. 4. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2019.

GILSON, R.J. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Review*, v. 55, n. 4, p. 1067–1103, 2003.

GILSON, R.J.; SCHIZER, D.M. Understanding Venture Capital Structure: a Tax Explanation for Convertible Preferred Stock, *Harvard Law Review*, v. 116, p. 874-916, 2003.

GIUDICI, Paolo, AGSTNER, Peter; CAPIZZI, Antonio. The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience. *Eur Bus Org Law Ver*, v. 23, p. 787–820, 2022.

GIUDICI, Paolo; AGSTNER, Peter. Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?), *Eur Bus Org Law Ver*, v. 20, p. 597–632, 2019.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *The Venture Capital Cycle*. 2nd ed. Cambridge, Mass: MIT Press, 2004.

HELLMANN, Thomas. IPOs, Acquisitions, and The Use of Convertible Securities in Venture Capital. *Journal of Financial Economics*, v. 81, n. 3, p. 649-679, 2006.

ENRIQUES, Luca; and NIGRO, Casimiro. *Corporate Law and Venture Capital in Italy: What Does the Empirical Evidence (Really) Tell Us?*, Oxford

Business Law Blog, 16 November 2023, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/11/corporate-law-and-venture-capital-italy-what-does-empirical-evidence-really>.

JENG, Leslie A.; WELLS, Philippe C. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries, *Journal of Corporate Finance*, v. 6, p. 241-289, 2000.

KPMG; ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. *Data Consolidation: Private Equity and Venture Capital Industry in Brazil 2015 – 2016 – 2017 – 2018 – 2019 – 2020*, 2020.

LEAMON, A.; LERNER, J. *Creating a Venture Ecosystem in Brazil: FINEP's INOVAR Project*. Boston, MA: Harvard Business School, 2012.

LELUX, Benoit; SURLEMONT, Bernard. Public versus Private Venture Capital: Seeding Or Crowding Out? A Pan-European analysis, *Journal of Business Venturing*, v. 18, n. 1, p-81-104, 2003.

LERNER, J; TÅG, J. Institutions and Venture Capital. IFN Working Paper No. 897, 2012. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1979249>.

LERNER, J. The Future of Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital. *Small Business Economics*, v. 35, n. 3, p. 255–264, 2010.

LERNER, Josh et al. *A Study of New Zealand Venture Capital and Private Equity Market and Implications for Public Policy*, LECG, 2005. Available at: <https://thehub.swa.govt.nz/assets/documents/MoRST%20Venture%20Capital%20Market%20Study%202005.pdf>

LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity, *The Quarterly Journal of Economics*, p. 223-246, 2005.

LERNER, Josh. The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital. *Small Business Economics*, v. 35, n. 3, 255–264, 2010.

LIMA JÚNIOR, Irineu de Souza et al. An Institutional Perspective on the Development of the Venture Capital Market in Brazil. In: *Entrepreneurial Finance, Innovation and Development*. 1st edition [Online]. Routledge. pp. 120-145, 2022.

LIN, Lin. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, v. 30, p. 160-220, 2017.

LIN, Lin. Venture Capital Exits and the Structure of Stock Market in China. *Asian Journal of Comparative Law*, v. 12, n. 1, p.1-40, 2017.

LIN, Lin. *Venture Capital Law in China*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

MAYER, Colin et al. Sources of funds and investment activities of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom, *Journal of Corporate Finance*, v. 11, n. 3, p.586-608, 2005.

MAZZUCATO, Mariana; PENNA, Caetano. The Brazilian Innovation System: A Mission-Oriented Policy Proposal. Centro De Gestão E Estudos Estratégicos, 2016, p.57-59. Available at: <https://www.cgee.org.br/the-brazilian-innovation-system>

MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. Venture Capital Financing of Innovative Firms: an Introduction. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003.

MCCAHERY, Joseph; VERMEULEN, Erik. Business organization law and venture capital. In: MCCAHERY, Joseph; RENNEBOOG, Luc. *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003.

MCCAHERY, Joseph; VERMEULEN, Erik. Limited Partnership Reform In The United Kingdom: A Competitive, Venture Capital Oriented

Business Form, *European Business Organization Law Review*, v. 5, p. 61-85, 2004.

NIGRO, Casimiro; ENRIQUES, Luca. Venture Capital e Diritto Societario Italiano: Un Rapporto Difficile [Venture Capital and Italian Corporate Law: A Complex Relationship], *Analisi Giuridica dell'Economia*, v. 1., 2021.

NIGRO, Casimiro; GÖZLÜGÖL, Alperen A. Building an EU Venture Capital Market: What About Corporate Law? In: GIMIGLIANO, G.; CATTELAN, V. (eds.) *Money Law, Capital, and the Changing Identity of the European Union*. Oxford: Hart Publishing, 2022.

NIGRO Casimiro; STAHL J.R. Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections, *Eur. Bus. Org. L. R.*, v. 22, pp. 39, 2021.

PEREIRA, Alvaro. Designing Startup Corporate Law: A Minimum Viable Product, *Rev. Banking & Fin. L.*, v. 42, p. 367, 2022.

PEREIRA, Alvaro. The Law of Contingent Control in Venture Capital, *Colum. Bus. L.Rev.*, v. 2023, n. 2, p. 675, 2023.

ROCK, Edward. Greenhorns, Yankees, and Cosmopolitans: Venture Capital, IPOs, Foreign Firms, and U.S. Markets, *Theoretical Inquiries in Law*, v.2, p.711-744, 2001.

SMITH, D. Gordon. The exit structure of venture capital. *UCLA Law Review*, v. 53, n. 2, p. 315-356, 2005.

A UTILIZAÇÃO EM LARGA ESCALA DAS RESERVAS DE LUCRO PELAS COMPANHIAS LISTADAS NO IBOVESPA: UMA ANÁLISE DO TRIÊNIO 2021-2023

THE WIDESPREAD USE OF PROFIT RESERVES BY IBOVESPA-LISTED COMPANIES: AN EMPIRICAL ANALYSIS FROM 2021 TO 2023

Bruno Alves Martins (Fundação Getúlio Vargas – FGV)³⁴⁴

RESUMO

As reservas de lucros são mecanismos criados para acomodar as diversas peculiaridades que cada sociedade pode enfrentar ao longo de suas operações e, desde a sua introdução na Lei das Sociedades por Ações brasileira, têm sido amplamente utilizadas. No entanto, esse uso nem sempre foi adequado, a ponto de o texto legal ter passado por uma série de reformas (vide Lei nº 10.303/2001) para coibir o uso indiscriminado desses instrumentos. Nesse contexto, a presente dissertação consiste em um estudo empírico destinado a avaliar a pertinência do uso das reservas de lucros pelas empresas listadas no Índice Bovespa entre 2021 e 2023. O estudo está dividido em sete capítulos. O Capítulo 2 trata da busca pelo lucro como elemento essencial de qualquer sociedade. O Capítulo 3 explora as diferentes vias pelas quais o lucro pode ser realizado e discute se alguma dessas vias pode ser considerada superior às demais. O Capítulo 4 apresenta os referenciais teóricos que envolvem o conceito de reservas de lucros, seguido de uma definição detalhada de cada tipo de reserva existente. O Capítulo 5 expõe a metodologia adotada (reservas de lucros das empresas do Índice Bovespa de 2021 a 2023) e explica o motivo da escolha tanto das empresas analisadas quanto do período considerado. O Capítulo 6 examina as reservas de lucros constituídas pelas empresas-alvo e, com base tanto na doutrina quanto nas

³⁴⁴ Estudante do 10º semestre da Escola de Direito de São Paulo (EDESP-FGV).

disposições legais, realiza uma avaliação jurídica acerca da licitude de cada reserva. Por fim, o Capítulo 7 apresenta as conclusões.

Palavras-chave: “Sociedades por Ações”, “Reserva de Lucros”, “Ibovespa”.

ABSTRACT

Profit reserves are mechanisms designed to accommodate the various peculiarities that each corporation may encounter throughout its operations and, since their introduction under the Brazilian Corporations Law, have been extensively employed. However, such use has not always been appropriate, so much so that the legal text has undergone a series of reforms (see Law 10.303/2001) to curb the indiscriminate use of these tools. Against this backdrop, the present dissertation consists of an empirical study aimed at assessing the pertinence of the use of profit reserves by the companies listed on the Bovespa Index between 2021 and 2023. The study is divided into seven chapters. Chapter 2 addresses the pursuit of profit as an essential element of any corporation. Chapter 3 explores the different avenues through which profit may be realized and discusses whether any of these avenues might be considered superior to the others. Chapter 4 presents the theoretical frameworks surrounding the concept of profit reserves, followed by a detailed definition of each existing type of reserve. Chapter 5 sets forth the methodology adopted (profit reserves of Bovespa Index companies from 2021 to 2023) and explains the reason behind the selection of both the companies analyzed and the timeframe considered. Chapter 6 examines the profit reserves established by the target companies and, based on both legal scholarship and statutory provisions, conducts a legal assessment regarding the lawfulness of each reserve. Finally, Chapter 7 presents the conclusions.

Keywords: “Corporations”, “Profit Reserve”, “Ibovespa”.

1. INTRODUÇÃO

O lucro é uma característica de magna relevância das sociedades anônimas, tanto é que a Lei nº 6.404 – Lei das Sociedades Anônimas (LSA) estabelece logo no *caput* de seu art.2º que ser “empresa de fim lucrativo” é pré-requisito para toda e qualquer sociedade anônima, além de dedicar um capítulo inteiro (Capítulo XVI – Lucros, Reservas e Dividendos) apenas para regular a distribuição dos resultados auferidos. Entretanto, a despeito da evidente preocupação do legislador pátrio acerca da matéria, o cenário encontrado na realidade é alarmante: há um grande contingente de sociedades anônimas que se utilizam de reservas de lucro de maneira ilícita para obstar arbitrariamente a distribuição dos resultados auferidos, com o objetivo de prejudicar acionistas minoritários.

A presente monografia se propõe a estudar a problemática delineada acima, na medida em que realizou uma análise empírica das reservas de lucro das companhias do Ibovespa (índice das principais ações negociadas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, principal bolsa de valores brasileira) entre os exercícios sociais de 2021 a 2023. Por meio do referido estudo, objetivou-se testar a hipótese de que tais mecanismos, que estão previstos entre os arts.193 a 197 da LSA e permitem que as companhias não distribuam lucros em determinadas circunstâncias, têm sido desvirtuados de maneira frequente.

O Brasil encerrou o ano de 2023 na posição de nona economia do mundo, com um Produto Interno Bruto (PIB) de US\$ 2,173 trilhões³⁴⁵. Apesar da expressividade do posto, a B3 possui um valor de mercado de “meros” US\$ 900 bilhões, inferior a uma série de bolsas de outros países em desenvolvimento, como por exemplo Irã e África do Sul³⁴⁶, e está consideravelmente distante da líder New York Stock Exchange,

345 Para mais detalhes: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2023-12/brasil-salta-duas-posicoes-e-se-torna-nona-economia-do-mundo-em-2023>. Acesso em outubro de 2024.

346 A título de comparação, a B3 encerrou o mês de maio de 2024 com um valor de mercado de US\$917 bilhões, contra a US\$ 955 bilhões da Bolsa de Joanesburgo e US\$1,7 trilhão da Bolsa de Teerã. Para mais informações: <https://investidor10.com.br/>

que possui um valor de mercado trinta vezes maior, de US\$ 28,4 trilhões. Ante essa conjuntura, é impossível não se questionar: por que o mercado acionário brasileiro ainda não se desenvolveu em toda a sua plenitude?

A resposta para esse questionamento passa pelos recorrentes atos lesivos perpetrados por administradores e controladores contra minoritários, que não se restringem ao uso inadequado das reservas de lucro, e vão desde transferências de controle sem o pagamento do prêmio de controle adequado aos minoritários até aumentos de capital desnecessários com o propósito único e exclusivo de diluir os demais acionistas³⁴⁷. Diante disso, a monografia expõe uma série de atitudes relacionadas à obstaculização da distribuição de lucros que não deveria ocorrer em nenhuma companhia, muito menos em companhias abertas integrantes do Ibovespa, até porque estas são a vitrine do empresariado brasileiro para o mundo, e muitas inclusive possuem obrigações adicionais à LSA quanto à transparência na divulgação de informações e composição de seus órgãos sociais, por serem companhias do Novo Mercado (índice com as companhias de mais alta governança corporativa do país).

O corpo do presente trabalho está estruturado de forma que os dois capítulos posteriores abordam o conceito de lucro enquanto elemento essencial a qualquer sociedade anônima e as formas pelas quais ele pode ser aproveitado pelos acionistas. O quarto capítulo trata acerca das reservas de lucro elencadas pela LSA e a interpretação dada pela doutrina e jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários

noticias/b3-e-a-20-maior-bolsa-do-mundo-veja-ranking-104678/ Acesso em outubro de 2024.

347 Acerca desse fenômeno, note-se frase do Professor Alexandre Tavares Guerreiro que resume bem a conjuntura da lei societária do país: “[se] se pretende atingir a realidade, parece-me que se deva submeter a sérias reservas o princípio de que a sociedade anônima se institucionalizou, passando a ter vida própria e interesses próprios. Na verdade, o arcabouço legal da sociedade anônima pode conduzir a essa ilusão. Mas a análise sociológica do poder demonstra, segundo penso, e aqui me refiro ao Brasil, que a sociedade anônima representa, não uma instituição, mas um instrumento de realização do interesse do acionista controlador.” GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do Poder na Sociedade Anônima. Revista de Direito Mercantil (RDM) n. 77, 1990.

(CVM) acerca de suas nuances, de modo a construir um arcabouço teórico sólido para facilitar o entendimento do leitor quanto à análise de resultados. O quinto capítulo apresenta a metodologia utilizada na realização da pesquisa, explicando-a desde seu princípio, quando foi definido o escopo de companhias a serem estudadas, até o processo de acessar cada um de seus estatutos sociais e propostas de administração para realizar a coleta de dados e transferi-los para as planilhas de controle³⁴⁸ que fundamentaram a análise de resultados.

O sexto capítulo aborda os resultados auferidos, e mostra que, apesar de terem sido verificados níveis de obediência satisfatórios quanto às reservas obrigatória, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, notaram-se ilicitudes relevantes nas reservas estatutárias e orçamentos de capital, que foram justamente os tipos de reservas mais utilizados pelas companhias analisadas. Por sua vez, o sétimo capítulo apresenta a conclusão da monografia, com a constatação de que os esforços empreendidos pelo legislador não foram suficientes para coibir atitudes ilícitas por um contingente significativo das companhias integrantes do Ibovespa, dado que várias delas constituíram reservas genéricas, sem objetivo claro, em afronta evidente à LSA, e faz sugestões para alterar esse cenário, na medida em que advoga por uma postura sancionadora mais ativa e severa por parte da CVM.

2. DA CONSECUÇÃO DE LUCRO COMO A CARACTERÍSTICA INERENTE ÀS SOCIEDADES ANÔNIMAS

A sociedade anônima é fruto de um fenômeno associativo que congrega indivíduos para a consecução organizada de uma atividade da qual se espera que resulte lucro³⁴⁹. Esse entendimento precede a maioria dos códigos jurídicos modernos, uma vez que já estava positivado na milenar Lei das Sete Partidas, prolatada em 1258 no

348 As planilhas de controle estão disponíveis aqui: https://drive.google.com/file/d/1X77bzNKr1mSpWx4RMbUFRSZ38WDL3SW/view?usp=drive_link

349 ROBERT, Bruno. Direito do Acionista de Participação nos Resultados. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho, São Paulo: Saraiva, 2015, p.253.

Reino de Castela, que aduzia que “companhia é a união de dois ou mais homens com ânimo de ganhar algo em comum”³⁵⁰.

Em um passado mais recente, nos primórdios do século XX (1919), o caso *Dodge v. Motor Ford Co*³⁵¹, também endereçou o tema e tornou-se um caso paradigmático citado até os dias atuais. Na lide em questão, os irmãos John Francis Dodge e Horace Elgin Dodge, acionistas minoritários da Ford, a acionaram em juízo em razão de a companhia ter auferido um lucro significativo e não tê-lo distribuído. Henry Ford explicou que a decisão se deu por causa de sua ambição de empregar mais homens e expandir os benefícios do sistema industrial para o maior número de indivíduos possível, com o objetivo de ajudá-los a prosperar em suas vidas. Diante dos fatos, a Suprema Corte de Delaware julgou a demanda favoravelmente aos irmãos Dodge e ordenou a distribuição adicional de dividendos da ordem de US\$19,3 milhões, por entender que o objetivo primário da companhia é gerar lucro para seus acionistas (*shareholder primacy*), e os diretores devem se utilizar de seus poderes para atingir esse fim antes de qualquer outro interesse secundário ou externo à sociedade.

No âmbito da LSA, a finalidade lucrativa também é aclamada como característica inerente às sociedades anônimas, na medida em que o referido diploma dispõe, em seu art.2º, que “pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem e aos bons costumes”. Decorre daí que a sociedade não tem a liberdade de decidir buscar o lucro ou não, e sim um dever legal de perscrutá-lo (Arts. 116, parágrafo único, e 154 da LSA). Adiciona-se ainda que, caso fosse possível a existência de uma sociedade que não perseguisse o lucro, esta se confundiria com uma associação, dado que o maior traço distintivo entre sociedades e associações reside no fato de as segundas, ao contrário das primeiras, poderem ter qualquer

350 LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas: comentários à Lei (arts. 1 a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 1. p.53

351 ROE, Mark J. Dodge v. Ford: What Happened and Why? Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3943559> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3943559>. Acesso em 05 de novembro de 2024

finalidade, exceto o lucro, em concordância com o art.53 do Código Civil³⁵². A não observância dos preceitos citados acima é tão grave que pode culminar na dissolução da companhia, de acordo com a alínea “b”, inciso II do art.206 da LSA, no qual lê-se que há possibilidade de dissolução por decisão judicial “quando provado que [a companhia] não pode preencher seu fim”.

Tal qual a letra da lei, a doutrina reconhece a realização de lucro como uma das bases fundamentais das sociedades. Lamy Filho e Bulhões são categóricos ao afirmar que “o fim da companhia é realizar lucro a ser distribuído aos acionistas”³⁵³, ao passo que Lucena, no mesmo sentido, dispõe que “o objetivo da sociedade, e claro dos sócios, é a busca de lucro”³⁵⁴. Eizirik também faz apontamento relevante na medida em que lista os motivos pelos quais alguém compra ações de uma companhia, todos eles claramente relacionados à sua finalidade lucrativa: (i) desenvolvimento de determinada atividade empresarial, se sua participação no capital social for relevante, (ii) obtenção de dividendos, (iii) valorização das ações no mercado secundário e (iv) participação em determinada atividade econômica que considere promissora e lucrativa. Na sequência dessa válida exposição de motivos, o jurista alega que “no direito brasileiro, a sociedade anônima pressupõe sempre a intenção do lucro”³⁵⁵.

Por último, ressalta-se que o entendimento predominante na esfera administrativa, exarado pela CVM e na esfera jurídica, pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ), também são condizentes com a posição adotada pela doutrina e pelo texto legal. A título de exemplo, é interessante observar trecho do Processo CVM nº RJ 2003/5457³⁵⁶, que

352 GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro**: parte geral. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2019. v. 1., p. 253

353 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1., p.109

354 LUCENA, José Waldecy, Das sociedades anônimas: comentários à Lei (arts. 1 a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009 v.1., p.54

355 EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**: artigos 1 ao 79. 3. ed. rev., atual. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 1., p.44-47

356 Colegiado da CVM, Proc. RJ2003/5457, Reg. 4114/03, Rel. Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, j. 04.08.2004

teve início com reclamação levantada pela acionista Maria Cristina Alves, que questionou a companhia Guararapes Confeções S.A. a respeito da construção do *Shopping Center Midway Mall*. Em seu voto, no qual deu provimento ao recurso administrativo ora interposto, o Relator Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos declarou que “a função primordial do objeto social é definir o tipo de empresa ou atividade econômica a que a companhia vai se aventurar para atingir o seu objetivo, que, ao fim e ao cabo, é gerar lucros para os acionistas”.

Em sede dos acórdãos proferidos pelo STJ, merece atenção o REsp 1321263/PR³⁵⁷, de relatoria do Min. Moura Ribeiro, no qual discutiu-se a dissolução parcial de sociedade anônima que, no período de doze anos, gerou lucro em apenas três exercícios e distribuiu dividendos em apenas um deles. No acórdão, o ministro acolheu o recurso sob a tese de que o caso em questão se encaixaria na hipótese de impossibilidade de preenchimento do fim da sociedade, característica das situações em que a companhia apresenta prejuízos constantes e não distribui dividendos, possibilitando aos acionistas detentores de 5% ou mais do capital social o pedido de dissolução, com base no já citado art.206, II, b da LSA.

Portanto, diante da breve análise realizada, fica patente que a persecução do lucro, como consta nas mais distintas fontes do direito, é *conditio sine qua non* para a caracterização de uma sociedade anônima, sob pena de dissolução.

3. DAS FORMAS DE APROVEITAMENTO DOS LUCROS PELOS ACIONISTAS DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Auferido o lucro pela sociedade, o inciso I do art.109 da LSA prevê como um dos direitos essenciais dos acionistas a participação nos resultados positivos eventualmente apurados. Por ser um direito que, além de essencial, está atrelado intrinsecamente aos motivos que

357 REsp n. 1.321.263/PR, Rel. Min. Ministro Moura Ribeiro, Terceira Turma, j. em 06.12.2016

levaram à constituição da companhia³⁵⁸, tal prerrogativa não pode ser afastada por disposição estatutária nem assemblear, sob pena de classificação da sociedade como leonina³⁵⁹, prática vedada pelo ordenamento jurídico brasileiro. Diante disso, a participação nos lucros pelo acionista pode ocorrer das mais distintas maneiras, como bem assevera Bruno Robert ao escrever que:

“...esse direito pode se materializar por meio da distribuição de dividendos, mas também por outros meios, como a valorização de suas ações em decorrência do reinvestimento de lucros e a recompra de ações. (ROBERT,2015)³⁶⁰”

Para fins dessa pesquisa, esse capítulo terá dois subtópicos principais que abordarão as duas formas mais comuns de aproveitamento dos lucros sociais, quais sejam: (i) valorização da ação e (ii) distribuição dos lucros.

3.1 VALORIZAÇÃO DA AÇÃO

É muito comum que as cotações das ações de companhias abertas sofram alterações relevantes em seus preços em função da expectativa de benefício futuro atrelada à condição de sócio de tais companhias. Tal fenômeno pode ser denotado por meio da divulgação de prévias ou resultados trimestrais, aquisição e alienação de ativos estratégicos, assinatura de contratos relevantes, operações de reorganização societária, recompra de ações, dentre outros eventos³⁶¹.

358 ROBERT, Bruno. Direito do Acionista de Participação nos Resultados. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho, São Paulo: Saraiva, 2015, p.254.

359 Antônio Menezes Cordeiro. Direito das Sociedades - I. Parte Geral. 3ª Edição. Coimbra: Almedina, 2011, p.646-647

360 ROBERT, Bruno. Direito do Acionista de Participação nos Resultados. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho, São Paulo: Saraiva, 2015, p.255.

361 Dentre os eventos impactante mais recentes, deve-se citar a assinatura da parceria entre a JHSF e a 1686 Partners, que levou a incorporadora brasileira a registrar um

Ainda que as oscilações nem sempre sejam fruto de fundamentos sólidos (muito pelo contrário, há várias delas que apresentam caráter especulativo), fato é que elas funcionam como mecanismos de saída para que acionistas de determinada sociedade anônima possam alienar suas ações com ágio em relação ao preço de aquisição. Desse modo, ao aliená-las com ágio em função dos impactos positivos gerados no mercado secundário pelo registro de algum acontecimento importante concernente à sociedade, é lógico afirmar que o acionista se beneficia dos lucros sociais, mesmo que não receba um centavo sequer da companhia, pois a expectativa de lucro é refletida na predisposição de um terceiro comprador a pagar um valor maior por determinada ação. É nesse sentido que se posiciona Luiz Daniel Haj Mussi, que denomina essa forma de participação indireta nos lucros sociais de “direito abstrato de participação”, por não haver desembolso de caixa da companhia diretamente para o acionista. Em conformidade com essa linha de raciocínio, o jurista sustenta, acertadamente, que “o direito à participação nos lucros não se materializa somente via distribuição de dividendos, mas também por intermédio do incremento do valor da ação”³⁶².

A respeito disso, é oportuno reconhecer a existência de tese que defende que a valorização da ação, em condições perfeitas de mercado, é diretamente proporcional ao lucro reinvestido pela companhia em suas próprias operações. Trata-se do Modelo de Modigliani-Miller³⁶³, idealizado por Franco Modigliani e Merton Miller, segundo o qual a política de dividendos da companhia é irrelevante para os

aumento de quase 10% em sua cotação em apenas um dia, o anúncio pela Clearsale de uma potencial venda da empresa para a Serasa, o que fez a companhia de ferramentas antifraude disparar quase 20% também em um único dia, e a possibilidade de fusão entre 3R Petroleum e Enauta, que levou a ganhos expressivos no valor de mercado das duas petrolíferas. Disponível em: <https://braziljournal.com/exclusivo-clearsale-em-negociacoes-finais-com-a-serasa/> , <https://braziljournal.com/breaking-enauta-e-3r-alinham-fusao-producao-combinada-e-quase-uma-prio/>

362 HAJ MUSSI, Luiz Daniel. “Direito de participação nos lucros sociais”. In: *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.496, 2023.

363 MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. “Dividend policy, growth and the valuation of shares”. In: *Journal of Business*, outubro de 1961, v. XXXIV, pp. 411-433.

acionistas, adotadas as seguintes premissas de mercado: (i) o mercado é racional, ou seja, as ações são precificadas em seu valor justo, (ii) não há impostos, (iii) não há custos de transação para os investidores associados à conversão da valorização de preço em moeda na venda das ações, e (iv) os administradores das companhias não desperdiçam o caixa em investimentos sem retorno positivo nem em busca de seus próprios interesses³⁶⁴. Diante do panorama em tela, os autores defendem que a irrelevância se dá porque, caso os acionistas não sejam remunerados por meio da distribuição de dividendos, serão remunerados em igual medida por uma valorização percentual no preço da ação, que retratará o valor reinvestido.

Apesar de sua notoriedade e utilidade para estudos teóricos, o modelo é muito criticado em função de seu desapego à realidade, já que desconsidera fatores inerentes a qualquer mercado, como a irracionalidade dos investidores, o regime tributário, os conflitos de agência entre acionistas e administradores e a necessidade de existirem investimentos com Valor Presente Líquido³⁶⁵ (VPL) positivo no *pipeline* de projetos da companhia. Reitere-se que a maioria desses fatores é agravado em países emergentes, como é o caso do Brasil, em que são comuns oscilações desprovidas de qualquer resquício de racionalidade, a liquidez dos mercados é limitada, o que implica em um incremento dos custos de transação para comprar e vender ações, e a extração dos benefícios privados de controle pelo acionista controlador ocorre com frequência, assim como a realização de

364 DAMODARAN, Aswath. Finanças Corporativas – Teoria e Prática, p.544. Ed. Bookman, 2ª Edição, 2004.

365 Valor Presente Líquido (VPL) é um conceito de finanças corporativas que traz ao investidor o valor atual dos fluxos de caixa futuros a serem gerados por um determinado projeto. Não é o único indicador que deve ser observado no momento de realizar um investimento, mas sem dúvida é um dos mais importantes, dado que um projeto com VPL negativo denota corrosão de valor na companhia. Para uma análise mais aprofundada sobre o assunto, ler: BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. Administração Financeira: Teoria e prática - Tradução da 14ª edição norte-americana: Cengage Learning Brasil, 2016.

investimentos e aquisições de novos empreendimentos que não geram VPL positivo³⁶⁶.

3.2 DISTRIBUIÇÃO DOS LUCROS

Em contraposição aos direitos abstratos de participação citados anteriormente, os eventos de distribuição são percebidos como direitos concretos de participação nos lucros sociais³⁶⁷, na medida em que há desembolso de recursos do caixa da companhia e consequente transferência de tais recursos para a esfera patrimonial do acionista, totalmente dissociada da sociedade anônima.

É pertinente observar que até o início do século XVIII as companhias eram erguidas para exclusivamente um projeto, que costumava durar entre dois e sete anos, e a apuração dos resultados se dava apenas em seu encerramento, momento em que ocorria a distribuição dos lucros caso a empreitada lograsse êxito, seguida da liquidação da sociedade³⁶⁸. Não tardou para que fossem apontadas as inúmeras ineficiências que esse modelo trazia consigo, a principal delas a impossibilidade de distribuição intermediária de proventos, que desestimulava a injeção de capital por terceiros e impedia a constituição de companhias com prazos mais longevos de duração, ou até mesmo prazo indeterminado³⁶⁹. Graças ao desenvolvimento da contabilidade, que possibilitou o reconhecimento de mudanças

366 Dentre as operações societárias recentes no mercado brasileiro que demonstram isso, ressalta-se a fusão das operadoras de saúde Notredame Intermédica e Hapvida, em 2022, cujo resultado foi um conglomerado pouco integrado que gerou uma série de prejuízos consecutivos nos últimos anos, e a fusão das *junior oils* Enauta e 3R Petroleum, nesse ano de 2024, que também ainda não apresentou frutos positivos. Para mais detalhes: <https://braziljournal.com/tres-bancos-cortam-hapvida-integracao-mais-dificil-do-que-parecia-no-excel/>. Acesso em setembro de 2024.

367 HAJ MUSSI, Luiz Daniel. “Direito de participação nos lucros sociais”. In: Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.497, 2023.

368 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1996 v.2, p.530

369 CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. “Notas sobre Destinação do Lucro do Exercício: A Reserva de Lucros a Realizar e a Destinação a Ela do Lucro Excedente

patrimoniais e a distinção entre o capital já existente no nascimento da companhia e as somas auferidas durante as atividades sociais, tal cenário foi alterado.

Atualmente, no ordenamento jurídico brasileiro, há uma série de eventos de distribuição por meio dos quais a sociedade pode rentabilizar seus acionistas que não culmina em sua liquidação, como por exemplo pagamento de dividendos, pagamento de juros sobre capital próprio (JCP), amortização, resgate e reembolso. Não obstante a importância de cada uma dessas operações e as peculiaridades que elas carregam, o presente estudo se limitará a detalhar apenas as nuances do pagamento de dividendos, uma vez que é a prática mais utilizada no cotidiano das companhias brasileiras para a remuneração dos acionistas.

3.2.1 DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS

Como bem definido na aclamada obra “Direito das Companhias”,

Dividendos são parcelas de lucro líquido de exercício que a companhia distribui a seus acionistas, de conformidade com deliberação de Assembleia Geral; e lucro líquido de exercício é o resultado que remanesce depois de deduzidas as participações estatutárias dos empregados, administradores e partes beneficiárias (art.191), ou seja, o resultado líquido do ponto de vista dos acionistas, depois de deduzidos todos os custos e participações de terceiros (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2009) ³⁷⁰.

Da passagem acima, infere-se que a condição precípua para a distribuição de dividendos em determinado exercício social é a

do Dividendo Obrigatório”. In: Lei das S.A. em seus 40 anos, Coord. Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo e Luiz Alberto Colonna Rosman, p.413.

370 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2., p.109

ocorrência de resultado lucrativo. Registrado lucro, é preciso observar se a companhia possui prejuízos acumulados a compensar, pois, nos termos do art.189 da LSA, tais prejuízos devem ser deduzidos do resultado do exercício. Consequentemente, companhias com patrimônio líquido negativo não podem distribuir dividendos, mesmo que auferam resultados positivos. Dentre as companhias abertas listadas na B3, Bombril e Haga são dois exemplos de empresas que, embora tenham apurado lucro nos últimos exercícios (entre 2020 e 2023), não distribuíram dividendos em função de terem prejuízos que ainda não foram totalmente compensados pelos lucros registrados recentemente.

Após as deduções aduzidas no art.189, deve-se atentar para o disposto no art.190 da LSA, que prevê que também devem ser deduzidos do resultado as participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias. Apenas após as deduções ordenadas pelos arts. 189 e 190 é que se alcança o conceito de lucro líquido, com bem determina o artigo subsequente, o art.191: lucro líquido do exercício é o resultado do exercício que remanescer depois de deduzidas as participações de que trata o artigo 190.

O art.193 da LSA dispõe que, a partir do montante registrado a título de lucro líquido, 5% deve ser automaticamente destinado à constituição da reserva legal, salvo nas exceções previstas pelo §1º do mesmo dispositivo, reserva esta que não excederá 20% do capital social da companhia. Diante disso, a quantia restante após as referidas deduções que não for destinada para nenhum fim deve ser distribuída como dividendo, em consonância com o §6º do art.202 da LSA e o princípio da destinação integral do resultado, de maneira a coibir a arbitrariedade da administração e do acionista controlador no tocante à temática³⁷¹. Isso porque, como observou Bulhões, o cenário corporativo brasileiro anterior à promulgação da lei societária em vigência (sob a égide do Decreto-Lei n. 2.627, de 1940) provou que o princípio majoritário era muitas vezes empregado abusivamente para

371 MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Dividendo Obrigatório”. In: Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.497, 2023.

cercear o direito concreto de participação nos lucros sociais pelos acionistas minoritários, especialmente nas companhias fechadas, dentre as quais o jurista relata exemplos de empresas lucrativas que passavam mais de duas décadas sem distribuir proventos³⁷². Portanto, tendo por fito tutelar os acionistas minoritários, a LSA contém atualmente uma série de dispositivos concernentes ao pagamento de dividendos, como o já citado §6º do art.202 e o §2º do mesmo artigo, que fixa um dividendo mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido, ambos inseridos pela Lei 10.303/2001.

Existem muitas críticas direcionadas ao §2º por ter estabelecido uma norma no modelo “*one size fits all*”, isto é, sem prestar atenção à gama de particularidades de cada uma das sociedades anônimas que compõem o cenário nacional. mesmo que aufram resultados positivos, Vários desses questionamentos levantam pontos pertinentes e válidos à discussão da matéria, mas não se pode criticar o dispositivo sem antes entender a conjuntura do mercado de capitais brasileiro à época de sua aprovação. Explica-se: mesmo com a aprovação da LSA em 1976, que trouxe avanços ao tema, os dividendos continuaram sem grande parte de seu caráter de retorno financeiro ao investidor³⁷³, assim como acontecia sob a vigência do Decreto-Lei n. 2.627. Tal fator, somado às disposições aprovadas pela Lei Kandir (Lei 9.457/97), que tinha como principal objetivo favorecer o programa de privatizações do governo, enfraqueceu o mercado acionário, de tal sorte que o cenário que se tinha em 2001 era um mercado com frequentes operações de fechamento de capital (entre 1996 e 2001, 110 companhias fecharam seu capital na Bolsa)³⁷⁴. Assim, a Lei 10.303/2001, que surgiu como um instrumento para proteger os acionistas minoritários e fomentar investimentos por parte dessa classe de investidores, entendeu ser válido tutelar os

372 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. “A Lei das S.A.” Rio de Janeiro: Editora Forense, 1992, p.628

373 ROBERT, Bruno. Direito do Acionista de Participação nos Resultados. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho, São Paulo: Saraiva, 2015, p.261.

374 SALAMA, Bruno Meyerhof; PRADO, Viviane Muller. “Proteção ao Acionista Minoritário no Brasil: Breve Histórico, Estrutura Legal e Evidências Empíricas.” Artigos Direito GV, 2010, p.8.

direitos de participação nos lucros sociais de investidores minoritários em detrimento de onerar algumas companhias que teriam razões válidas para não distribuir seus lucros.

Inspirados por esse dilema acerca da distribuição de dividendos e pela elaboração do Modelo de Modigliani-Miller, Myron Gordon e John Lintner desenvolveram a “*Bird in Hand Theory*”, tese que sustenta que os dividendos são preferíveis ao reinvestimento dos lucros da companhia nas suas operações em função da incerteza atrelada aos ganhos futuros de cotação que seriam gerados por esse reinvestimento. A maior crítica a essa tese é que uma parte do retorno de longo prazo do investimento se esvai caso o acionista não utilize seus proventos para fins de reinvestimento, sendo o exemplo mais famoso disso Warren Buffet, da Berkshire Hathaway, um dos financistas mais bem-sucedidos dos séculos XX e XXI e entusiasta contumaz da estratégia de reinvestir os dividendos auferidos por sua empresa. Por outro lado, dentre os mais célebres defensores dessa teoria no ordenamento jurídico pátrio está Bruno Robert, que em seu artigo publicado na Revista de Direito Mercantil aduz:

Nada garante que o lucro disponível será utilizado da forma mais eficiente possível se deixado na companhia. Os investidores, pulverizados, podem fazer uso mais eficaz desses valores, reinvestindo em outras companhias, por exemplo. Ou consumindo. Para o conjunto da economia e para o conjunto dos trabalhadores de um país é possível que seja mais eficiente deixar que cada investidor decida, em um processo de escolha e informação livres, onde melhor investir os lucros de uma companhia, ao invés de legalmente ou economicamente obrigá-los a manter esses lucros na mesma companhia, sob o comando de uma mesma administração (ROBERT,2011).³⁷⁵

375 ROBERT, Bruno. “A Questão das Reservas Estatutárias e as Idiossincrasias do Mercado de Ações Brasileiro”. Revista de Direito Mercantil, Editora Malheiros,2011.

A discussão acerca do pagamento de dividendos, ao ser transposta especificamente para a realidade brasileira, ganha contornos ainda mais polêmicos em função de uma peculiaridade da legislação: a isenção fiscal. O Brasil, junto com a Estônia, é um dos únicos países que adota essa orientação, postura essa que, em tese, deveria encorajar o pagamento de dividendos pelas sociedades, dado que os valores mantidos por elas em caixa ficam sujeitos à tributação³⁷⁶.

Análise comparativa: existe uma forma superior de aproveitamento de lucros?

Diante das inúmeras teorias econômicas e opiniões doutrinárias apresentadas acima, o questionamento mais instigante que surge é: qual das duas estratégias faz o melhor uso do dinheiro da companhia? Aquela que prega que os dividendos são irrelevantes para o resultado ou a que defende a maximização da distribuição de proventos como forma de fornecer maior autonomia decisória ao investidor sobre a alocação de seus próprios recursos e mitigar riscos? Deve-se, de antemão, afirmar que não há uma resposta correta para tamanho dilema, mas é possível, em determinadas conjunturas, asseverar a primazia de uma estratégia sobre a outra.

Quando em fase embrionária, a companhia dispõe de uma miríade de opções de investimentos viáveis para alocar seus recursos de maneira eficiente, ou seja, com Valor Presente Líquido (VPL) positivo e consequente geração de valor para o acionista. Nesses cenários, a ausência de distribuição de lucros pode ser justificada, caso exista um plano de reinvestimento bem estruturado capaz de gerar retornos superiores à distribuição de dividendos, como bem ensina Eduardo Munhoz:

No caso de empresas que se encontram em sua fase inicial de crescimento, que exigem constantes e elevados

376 Para uma explicação mais detalhada acerca da matéria: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/isentos-no-brasil-dividendos-sao-taxados-em-ate-51-em-outros-paises-compare/#:~:text=Nos%20pa%C3%ADses%20da%20OCDE%2C%20em,%C3%A9%20de%2024%2C7%25>. Acesso em setembro de 2024.

*investimentos em tecnologia e novos produtos, ou submetidas a riscos elevados, a política de reinvestimento dos lucros, em detrimento da distribuição de dividendos, pode ser o modelo mais adequado.*³⁷⁷

Porém, ao se analisar companhias mais maduras, não há um horizonte tão amplo de novos projetos viáveis para a aplicação de recursos, de modo que a distribuição de dividendos para os acionistas se afigura como a alternativa mais lógica. Além disso, deve-se ter em mente também o fator da isenção fiscal dos dividendos e o fato de que, em um mercado emergente tão sensível a mudanças abruptas e oscilações relevantes mesmo sem deterioração dos fundamentos das companhias, o pagamento de dividendos funciona como uma maneira de o investidor assegurar, sem riscos, uma parte do lucro gerado pela companhia.

A ausência de superioridade absoluta entre as teorias apresentadas acima levou ao surgimento de uma terceira teoria, elaborada pelos economistas Harry DeAngelo, Linda DeAngelo e Douglas J. Skinner, em artigo denominado “*Corporate Payout Policy*”³⁷⁸. A tese defendida pelos três acadêmicos conjuga suas duas antecessoras, na medida em que defende que o nível do pagamento de dividendos depende do ciclo de vida da empresa, como bem sintetizado por Brealey e Myers ao explicar a conclusão do embate existente entre o Modelo de Modigliani-Miller e a *Bird In The Hand Theory*:

“A conclusão final, se há alguma, é que o pagamento de dividendos varia durante o ciclo de vida da empresa. Empresas de crescimento jovens não pagam dividendos e raramente recompram as suas ações. Elas têm oportunidades de investimentos rentáveis. Financiam esses investimentos tanto quanto possível com fluxos de caixa

377 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.1020, 2023.

378 De Angelo, Harry; De Angelo, Linda; Skinner, Douglas J. **Corporate Payout Policy**. Foundations and Trends in Finance, Vol. 3, Nos. 2-3 (2008) 95-287

gerados internamente. À medida que as organizações se tornam maduras, há uma diminuição das oportunidades de investimentos rentáveis em relação ao fluxo de caixa. A empresa sofre pressão dos investidores, pois estes se preocupam que os gestores façam investimentos excessivos se houver muito dinheiro disponível ocioso. A ameaça de ter um preço de ação descompassado força os gestores à distribuição de fundos através de dividendos ou das recompras de suas próprias ações. O compromisso com pagamentos regulares de dividendos envia o sinal mais confiável de uma disciplina financeira”³⁷⁹.

4. RESERVAS DE LUCRO

As reservas de lucro são parcelas do patrimônio líquido social com destinação específica³⁸⁰. A partir desse propósito determinado, elas se tornam indisponíveis, pelo menos temporariamente, para fins de distribuição de dividendos³⁸¹. Tais ferramentas, como o próprio nome já indica, são constituídas a partir da apropriação de lucros auferidos pela companhia, conforme a redação do §4º do art.182 da LSA, e regidas pelos arts.193 a 197 do mesmo diploma, em que são esmiuçadas as reservas de lucro admissíveis e as formas pelas quais cada uma delas opera.

A conjuntura apresentada acima foi a alternativa encontrada pelo legislador para tornar previsível aos acionistas a política de distribuição dos lucros, além de assegurar a pertinência e fiscalização dos montantes retidos³⁸². Ao fazer essa escolha, ele buscou, por um lado, coibir atos abusivos por parte da administração ou da maioria

379 Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. **Princípios de Finanças Corporativas**. Ed. Bookman, 10ª ed., 2013, p.379.

380 CAMPINHO, Sérgio. “Reservas Sociais”. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Lei das Sociedades Anônimas comentada**. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p.812

381 TEIXEIRA, Egberto de Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das sociedades anônimas no direito brasileiro. São Paulo: José Bushatsky, 1979, v.2, p.567

382 *Ibidem*, p.311

assemblear que eventualmente queira atribuir recursos às reservas de lucro de maneira desarrazoada e sem um fim legítimo, e, por outro, dar guarida às companhias que apresentem fundamentos sólidos e justificáveis para não distribuir dividendos.

Atualmente, as reservas de lucro podem ser divididas em três categorias: obrigatórias, cuja origem advém diretamente do texto legal, estatutárias, que dependem de previsão expressa no estatuto social da companhia, e assembleares, que nascem a partir de deliberação dos acionistas reunidos em assembleia.

4.1 RESERVAS OBRIGATÓRIAS

Prevista no art.193 da LSA, a reserva legal consiste na primeira destinação do lucro líquido registrado em cada exercício, sempre à razão de 5% deste³⁸³, até que seja atingido o limite de 20% do capital social, ou 30% se somada às reservas de capital aduzidas no §1º do art.182. O Anexo A da Resolução CVM nº 81 (RCVM 81/22), denominado “Destinação do Lucro Líquido”, dispõe em seu item 8 que, na hipótese de haver destinação de lucros à reserva legal, a diretoria da companhia, na proposta da administração a ser submetida à deliberação assemblear, deve (a) identificar o montante destinado e (b) detalhar a forma de cálculo da reserva. Trata-se da única reserva obrigatória prevista pela lei societária, e a doutrina é bastante incisiva³⁸⁴ ao asseverar a impossibilidade de sua supressão pela assembleia ou qualquer previsão estatutária, assim como o Colegiado da CVM:

A reserva legal decorre da lei, e não da vontade dos acionistas, de modo que a companhia é obrigada a

383 ROBERT, Bruno. Reservas e Retenção de Lucros. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho, São Paulo: Saraiva, 2015, p.313.

384 CAMPINHO, Sérgio. “Reserva Legal”. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p.813; MUNHOZ, Eduardo Secchi. Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.1020, 2023; NETO, Alfredo Sérgio Lazzareschi. “Lei das S.A. – Comentada e Anotada”, p.971, 2024.

*respeitá-la quando da destinação dos lucros mesmo que não haja previsão estatutária ou assemblear nesse sentido.*³⁸⁵

A finalidade dessa reserva, conforme consta no §2º do art.193, é assegurar a integridade do capital social por meio da formação de um “colchão de segurança”³⁸⁶, cujos recursos só poderão ser utilizados para absorção de prejuízos ou operações de aumento de capital social.

4.2 RESERVAS ESTATUTÁRIAS

As reservas estatutárias são reservas facultativas que podem ser constituídas para os mais distintos propósitos, uma vez que têm por objetivo servir como uma opção negocial estratégica. Para que sejam constituídas regularmente, devem ser inseridas no estatuto social por meio de deliberação da assembleia geral de acionistas e obedecer aos requisitos do art.194 da LSA, quais sejam: (i) indicar, de modo preciso e completo, a sua finalidade, (ii) fixar os critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados à sua constituição e (iii) estabelecer o limite máximo da reserva.

No que diz respeito ao primeiro requisito, da indicação da finalidade de modo preciso e completo, a doutrina é clara³⁸⁷ ao reconhecer que a mera menção à finalidade da reserva, sem detalhamento, não é suficiente para cumprir o demandado pelo diploma societário, de tal sorte que a ausência de finalidade

385 Colegiado da CVM, Proc. RJ 2001/12367, Reg. 3529/2002, Rel. Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, j.23.04.2002

386 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.992, 2023.

387 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.981-1036, 2023; ROBERT, Bruno. A Questão das Reservas Estatutárias e as Idiossincrasias do Mercado de Ações Brasileiro, p.68-110; PIVA, Luiz Carlos. Reservas Estatutárias. In: Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. II, p.1691.

específica lesa o direito do acionista de participar dos lucros sociais³⁸⁸. Consequentemente, não são admissíveis reservas com denominações como “reserva para investimentos futuros”, “reserva para necessidades urgentes”, “reserva para reforço do capital de giro” ou com quaisquer outros termos indeterminados e genéricos, na medida em que eles não conferem à reserva a pormenorização que lhe é exigida por lei³⁸⁹, como dispõe entendimento já exarado pelo Colegiado da CVM:

*“O objetivo da lei é proibir a formação de reservas genéricas, sem causa ou destinação específica, que visem tão somente reter lucros que a companhia não quer distribuir”.*³⁹⁰

Essa pormenorização é essencial para garantir que a discricionariedade da maioria não deturpe o objetivo da reserva e a utilize como “cheque em branco”³⁹¹, tal como ocorria à época da existência das reservas de lucros acumulados, que não possuíam nenhuma destinação específica e eram utilizadas com o único e exclusivo propósito de manter no caixa da companhia lucros que a administração não queria distribuir. Em tese, esse tipo de reserva teria sido extinto pela inserção do §6º no art.202 da LSA (mudança promovida pela Lei 10.303), que deixou explícito que a destinação do lucro líquido deve ser exaustiva³⁹². Entretanto, isso não se verificou, e foi realizada uma nova mudança legislativa promovida pela Lei 11.638, que extraiu da redação da alínea *d* do §2º do art.178 da LSA (dispositivo que trata

388 CAMPINHO, Sérgio. “Reservas criadas pelo estatuto”. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p.814

389 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.993, 2023.

390 Proc. RJ2001/3270, Reg.3202/2001, voto da Diretora Norman Jonssen Parente, j. em 09.07.2002

391 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.993, 2023.

392 AMARAL, Paulo Afonso de Sampaio. “Aspectos do Lucro e sua Distribuição na Lei 6.404/76”. Revista de Direito Mercantil, n° 31, p.75, 1978.

sobre as contas que devem estar presentes no balanço patrimonial da companhia) a expressão “lucro ou prejuízo acumulados” e a substituiu apenas pelo termo “prejuízos acumulados”³⁹³. Dessa maneira, ao excluir expressamente da lei o termo “lucros acumulados”, o legislador buscou reforçar o ideal contido no §6º do art.202 e fulminar qualquer ambiguidade que pudesse dar azo a teses jurídicas adeptas da existência das reservas de lucros acumulados. Ainda que em 2009 tenha ocorrido nova mudança no art.178, ocasionada pela Lei 11.941, a expressão “prejuízos acumulados” permanece no artigo, tendo em vista que a alínea *d* transformou-se em parte do inciso III do mesmo dispositivo.

Em relação ao segundo requisito, é necessário que, ao fixar o critério para determinar a parcela anual do lucro líquido voltada à reserva, seja possível calculá-lo de maneira precisa, em consonância com o posicionamento do Colegiado da CVM:

*“... a definição da parcela destinada à constituição da reserva pode ser feita de forma direta ou indireta, por percentual, por dedução, por fórmulas, por números ou por tantos meios quanto a linguagem escrita, a criatividade e os conhecimentos matemáticos permitam, com a ressalva única de que não deveria dar margem a dúvidas.”*³⁹⁴

Além disso, também é imprescindível que o valor determinado seja condizente com a finalidade da reserva estatutária, de tal sorte que a parcela não pode ser nem baixa demais, sob risco de não alcançar seu objetivo, nem alta demais, sob pena de deixar recursos ociosos ou privar os acionistas de eventuais dividendos, até porque a lei sequer permite a destinação de recursos às reservas estatutárias

393 ROBERT, Bruno. “A Questão das Reservas Estatutárias e as Idiossincrasias do Mercado de Ações Brasileiro”. Revista de Direito Mercantil, nº158, p.89,2011.

394 Proc. RJ2001/12367, Reg. 3529/2002, Rel. Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 23.04.2002

antes do pagamento do dividendo mínimo obrigatório, como é possível observar no art.198 da LSA³⁹⁵.

Com o objetivo de contemplar a miríade de valores a título de reserva estatutária que uma companhia pode necessitar em cada exercício, as sociedades brasileiras começaram a se utilizar de reservas estatutárias com cláusula móvel, tema que já foi alvo de debates incessantes no Colegiado da CVM. As reservas estatutárias com cláusula móvel caracterizam-se por não definirem um percentual específico de destinação do lucro líquido, mas sim um intervalo de percentuais, de tal sorte que o montante a ser afetado a tal reserva em cada exercício fica a critério dos administradores.

O precedente mais relevante acerca dessa matéria é o caso da Companhia Siderúrgica Belgo Mineira S/A, que possuía uma reserva estatutária que permitia a destinação de 5% a 75% do lucro líquido do exercício para a “a constituição de Reserva Especial, destinada a financiar a expansão das atividades da Companhia, diretamente ou através de sociedades controladas ou coligadas”³⁹⁶. Inicialmente, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP), órgão da CVM, determinou a alteração na alínea “b” do artigo 38 do estatuto social da siderúrgica, por entender que este estaria em desacordo com o artigo 194 da LSA ao não determinar um percentual inequívoco de lucros a serem potencialmente afetados à Reserva Especial. Irresignada, a companhia impetrou recurso contra a decisão, sob os argumentos de que o inciso II do art.194 não teria imposto qualquer parâmetro quanto ao percentual ser fixo, variável ou progressivo e de que a CVM não teria competência para exigir uma alteração estatutária naquele cenário, mas apenas nas hipóteses de constituição de companhia por subscrição pública (art. 82, § 1º, LSA) ou aumento de capital por subscrição pública (art. 170, § 6º), cenários que não englobavam a situação da Belgo-Mineira no momento da decisão.

395 AMARAL, Paulo Afonso de Sampaio. “Aspectos do Lucro e sua Distribuição na Lei 6.404/76”. Revista de Direito Mercantil, n° 31, p.76.

396 Proc. RJ 2001/3270, Reg. n° 3202/01, Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 19.02.2002

O Colegiado da CVM, por meio do Processo CVM nº RJ 2001/3270, reverteu a decisão atacada por unanimidade e deu guarida ao recurso da companhia, por entender que de fato a autarquia não teria competência para exigir qualquer modificação estatutária, atribuição cabível ao Registro de Comércio. Não obstante a decisão do colegiado tenha se dado por uma questão formal, os quatro diretores que participaram do julgamento (José Luiz Osório de Almeida Filho, Marcelo Trindade, Norma Parente e Wladimir Castelo Branco) se posicionaram acerca do mérito da lide.

O Diretor Relator Wladimir Castelo Branco asseverou em seu voto que o caráter elástico da reserva em análise ocasionou uma imprecisão significativa quanto ao cálculo de potenciais dividendos, em ofensa explícita ao art.202 da LSA, motivo pelo qual entendeu pela desconformidade da reserva com a LSA. Em sentido idêntico manifestou-se a Diretora Norma Parente, que proferiu extenso voto no qual classificou a reserva estatutária da Belgo-Mineira como abusiva, por entender que esta estaria supostamente atuando em substituição ao orçamento de capital exigido para a retenção de lucros de maneira indiscriminada.

Em contrapartida, Marcelo Trindade defendeu a legalidade das reservas estatutárias com cláusula móvel, por entender que o caráter rígido de um percentual exato não traria qualquer proteção adicional aos minoritários, ao contrário da cláusula móvel, que beneficia o acesso à informação na medida em que “impõe maiores deveres e responsabilidades aos administradores e acionistas controladores, e, portanto, maior benefício à informação dos demais acionistas, e do mercado em geral”. O Diretor José Luiz Osório de Almeida comungou do referido posicionamento, pois considerou que as reservas com cláusula móvel também implicam em um aumento da responsabilidade dos administradores e controladores quanto ao dever de informação, já que estes devem anualmente apresentar justificativa à assembleia geral para a adoção do percentual de destinação dos lucros escolhido, como consta em sua manifestação:

“Em primeiro lugar, concordo que o percentual estatutário a ser destinado à reserva possa ser variável, desde que os administradores e o acionista controlador apresentem à assembleia geral, anualmente, justificativa para a adoção do percentual de destinação dos lucros proposto para cada exercício social. Assim, meu entendimento também é o de que a adoção da cláusula móvel implica num aumento da responsabilidade dos administradores e do acionista controlador quanto ao dever de informar as razões da proposta de destinação dos resultados.”³⁹⁷

Entendo que, caso alcançasse o mérito, o recurso também mereceria provimento, uma vez que a doutrina e a jurisprudência da CVM³⁹⁸ são cristalinas no sentido de que o percentual da reserva estatutária não precisa ser sempre um percentual fixo do lucro, até porque, como bem colocou Marcelo Trindade em seu voto, tal rigidez não resulta em nenhum benefício para os acionistas minoritários. A única diferença entre as reservas com percentual fixo e percentual variável verifica-se quanto à necessidade de, no primeiro cenário, alterar o estatuto social para destinar um valor distinto daquele previsto na reserva com um percentual fixo. Entretanto, tal alteração pode ser realizada sem grandes dificuldades pelo acionista controlador, de modo que a suposta segurança provida pela rigidez não vai além da aparência. Diante dessa constatação, tem-se que o caminho mais profícuo à segurança dos investidores minoritários e transparência do mercado acionário é permitir a implementação das reservas móveis nas companhias brasileiras e exigir anualmente informações rigorosas dos administradores responsáveis pela alocação de recursos.

397 Proc. RJ2001/3270, Reg.3202/2001, voto da Diretora Norman Jonssen Parente, j. em 09.07.2002

398 Proc. RJ2001/12367, Reg. 3529/2002, Rel. Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 23.04.2002; Proc. RJ2001/3270, Reg.3202/01, Rel. Diretor Wladimir Castelo Branco, j. em 19.02.2002; Parecer CVM/SJU n° 028/81.

Por fim, o último requisito está atrelado à fixação de um limite máximo para a reserva, tema que é endereçado diretamente pelo art.199 da LSA, que prevê:

Art. 199. O saldo das reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não poderá ultrapassar o capital social. Atingindo esse limite, a assembleia deliberará sobre aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos.

Ao fixar o capital social como limite máximo para a constituição de reservas, o objetivo do artigo foi criar mais um mecanismo para impedir que a discricionariedade conferida aos controladores na criação desses instrumentos seja utilizada de maneira abusiva, especialmente no tocante às reservas estatutárias, que permitem maior autonomia no momento de sua criação e da alocação de recursos. Consequentemente, valores superiores ao capital social devem ser alvo de deliberação assemblear, que pode determinar três destinações para o montante excedente, a saber: (i) integralização ou (ii) aumento do capital social e (iii) distribuição de dividendos³⁹⁹. Vale ressaltar ainda que, tal qual a doutrina, o Colegiado da CVM possui entendimento pacífico quanto ao objetivo do art.199 como limitador do acúmulo de reservas excessivas, conforme voto do Diretor Luiz Antonio Sampaio de Campos no Processo CVM RJ 2001/12367:

“O objetivo do mencionado art. 199 é apenas evitar a acumulação excessiva de lucros. Não se pode vislumbrar no dispositivo em questão autorização para, arbitrariamente, até o limite do capital social, os órgãos da administração ou mesmo a maioria reterem desmedidamente lucros do exercício. Se assim fosse, a lei não teria estipulado

399 LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas:** comentários à Lei (arts. 1 a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 3. p.66

minuciosamente regras para a constituição de reserva estatutária e de retenção de lucros.”⁴⁰⁰

Em aceção afim, é oportuno ler trecho do voto proferida pela Diretora Maria Helena Santana no PAS RJ 2005/0097:

“A rígida disciplina no uso dos ativos das empresas é um dos principais pilares da boa gestão, e a disponibilidade de recursos ociosos nas mãos dos administradores pode afrouxar esse regime.”⁴⁰¹

Respeitados todos os requisitos exigidos pela LSA, o Anexo A da RCV 81/22 ainda prevê a obrigatoriedade de, no caso de haver destinação de resultados para a reserva estatutária, a diretoria da companhia, na proposta da administração a ser submetida à assembleia-geral, (a) descrever as cláusulas estatutárias que estabelecem a reserva, (b) identificar o montante destinado e (c) descrever como o montante foi calculado, em um processo similar ao que é exigido para a reserva legal.

4.3 RESERVAS ASSEMBLEARES

As reservas assembleares, previstas entre os arts. 195 e 197 da LSA, são constituídas exclusivamente em sede de assembleia geral, a partir de proposta formulada pela administração da companhia que deve ser aprovada pelos acionistas presentes no conclave, sem necessidade de previsão estatutária⁴⁰². Existem quatro principais reservas assembleares: (i) reserva para contingências, (ii) reserva de

400 Colegiado da CVM, Proc. RJ2001/12367, Reg. 3529/2002, Rel. Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 23.4.2002

401 PAS RJ2005/0097, Relatora Diretora Maria Helena Santana, j. em 15.03.2007

402 EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Editora Quartier Latin, 3ª edição, 2021, p.567.

incentivo fiscal, (iii) orçamento de capital e (iv) reserva de lucros a realizar.

A reserva para contingências, regida pelo art.195, é concebida a partir da segregação de parcela do lucro líquido do exercício para compensar perda ainda não incorrida, mas que se julgue provável em exercício futuro e tenha valor estimado⁴⁰³, de modo a evitar que a companhia distribua dividendos e depois se encontre em uma posição financeira delicada. Ressalte-se aqui que não é qualquer perda, ainda que provável, que pode ensejar a constituição de uma reserva de contingência, como esclarece Eduardo Munhoz⁴⁰⁴:

“A proposta da administração, portanto, não pode ser vaga ou genérica. Deve indicar de modo preciso a causa da perda e o respectivo valor. Também deverá demonstrar a conveniência e utilidade da formação da reserva para fazer frente aos efeitos que dela decorram. Para tanto, será importante demonstrar que a materialização da perda poderá ocasionar, com algum nível de materialidade, redução dos lucros futuros ou se for o caso, acarretar a apuração de prejuízo (...) A finalidade da reserva é utilizar parcela do lucro de um exercício, que deixa de ser distribuída aos acionistas, para mitigar os efeitos da perda provável em exercício futuro.”

Nesse mesmo sentido, é imprescindível observar o que aduz o Anexo A da RCMV 81/22, que dispõe que, na ocasionalidade de a diretoria destinar recursos à reserva de contingência, esta deve identificar o (a) montante destinado, (b) a perda considerada provável, junto a sua causa, (c) explicar porque a perda foi considerada provável e (d) justificar a constituição da reserva. Observe-se que o caráter dessa

403 CAMPINHO, Sérgio. “Reservas para Contingências”. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p.815

404 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Reserva para Contingências. In: Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.996, 2023

reserva é estritamente limitado, na medida em que o valor segregado deve ser revertido no exercício em que se der a perda em questão, ou então a partir do momento do desaparecimento das razões que originaram sua constituição.

A reserva de incentivos fiscais, criada pela Lei nº 11.638/2007 e presente no art.195-A da LSA, é composta pelo contingente do lucro líquido oriundo de doações e subvenções governamentais para investimentos, cujo objetivo é encorajar companhias a seguirem rumos que elas normalmente não seguiriam sem a referida assistência. Para uma explicação mais detalhada acerca da matéria, é importante prestar atenção à definição fixada pela Resolução CVM 96/2022:

“Subvenção governamental é uma assistência governamental geralmente na forma de contribuição de natureza pecuniária, mas não só restrita a ela, concedida a uma entidade normalmente em troca do cumprimento passado ou futuro de certas condições relacionadas às atividades operacionais da entidade. Não são subvenções governamentais aquelas que não podem ser razoavelmente quantificadas em dinheiro e as transações com o governo que não podem ser distinguidas das transações comerciais normais da entidade.

Consequentemente, fica explícito que a receita advinda daí não é fruto de atividade operacional regular⁴⁰⁵ e pode não ser correspondente a um lucro financeiro equivalente⁴⁰⁶, como por exemplo em casos de isenção fiscal. Em função desses fatores, a reserva de incentivos fiscais não integra a base de cálculo do dividendo obrigatório, pois a distribuição desses lucros poderia implicar na perda dos incentivos fiscais e benefícios recebidos⁴⁰⁷. Nos exercícios em que a diretoria optar

405 *Ibidem*, p.817.

406 ROBERT, Bruno. Reservas e Retenção de Lucros. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho, São Paulo: Saraiva, 2015, p.319.

407 CAMPINHO, Sérgio. “Reservas de Incentivos Fiscais”. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro:

por destinar recursos a essa reserva na proposta da administração, o Anexo A RCV 81/22 exige que sejam informados (i) o montante destinado e (b) a natureza da destinação.

O orçamento de capital, apresentado no art.196 da LSA, é um documento por meio do qual os órgãos da administração justificam à assembleia geral a retenção de lucros para fins não previstos nas reservas existentes. Como o artigo em questão não traz nenhuma definição aprofundada para o conceito, coube à doutrina fazê-la, a título do que se observa na lição de Sérgio Campinho:

“O orçamento de capital vai representar, em última análise, um demonstrativo contábil especial e fundamentado de estimativa de receitas, de previsão de despesas e da necessidade dos recursos de investimentos durante um período estimado de tempo, a fim de mensurar a parcela a ser objeto de segregação do lucro líquido do exercício destinado ao fim a que se propõe essa retenção”⁴⁰⁸.

Em consonância com a doutrina, a CVM, em seu Ofício Circular Anual de 2024, dispõe que o orçamento de capital a ser aprovado em assembleia geral deverá compreender “todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante e será submetido pelos órgãos de administração à Assembleia, com a justificação de retenção de lucros proposta”. Tal entendimento já foi aplicado uma série de vezes pela autarquia, a exemplo do que foi decidido no recente PAS RJ 2016/0817, de relatoria do Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho, em que se lê:

Forense, 2024, p.817

408 CAMPINHO, Sérgio. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024. p. 819. De forma semelhante: (i) MARTINS, Fran. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: artigo por artigo. 4. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2010. P. 834; e (ii) OLIVEIRA, Luiz Ernesto Acenturi de. A retenção de dividendos e os direitos patrimoniais dos acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.); ARAGÃO, Leonardo Santos de (Coord.). Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6404/76. São Paulo: Quartier Latin, 2006. P. 324-326.

“... o orçamento de capital deve fornecer aos acionistas informações completas e precisas para o exercício, de forma consciente e esclarecida, de seu direito de voto na assembleia, permitindo-lhes avaliar os benefícios da não distribuição pela Companhia da parcela do lucro que lhes seria devida e que permanecerá retida.”⁴⁰⁹

Dessa forma, tem-se que o orçamento de capital não difere muito da concepção normal de um orçamento, em que são discriminadas receitas e despesas. A ressalva mais importante a ser feita diz respeito ao detalhamento do documento, fator ímpar para esclarecer aos acionistas a fundamentação econômico-financeira da retenção e explicar os benefícios gerados a partir dela por meio dos investimentos a serem realizados. Nos exercícios em que a diretoria decidir pela destinação de recursos a essa reserva em sede de proposta da administração, o Anexo A da RCVM 81/22 prevê a necessidade de (a) identificação do montante retido e (b) cópia do orçamento de capital.

Por fim, tem-se a reserva de lucros a realizar, positivada no art.197 da LSA, que consiste em uma ferramenta contábil voltada a permitir que a companhia concilie o resultado registrado na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) com sua efetiva posição de caixa⁴¹⁰, de modo a ajustar sua liquidez. Como a escrituração mercantil obedece ao princípio da competência, nos termos do art.177 da LSA, todas as receitas e rendimentos auferidos no exercício em questão são incluídos na DRE, mesmo aqueles que não tenham sido realizados em moeda (art. 187, § 1º, a), a exemplo de vendas com pagamento diferido, muito comuns em uma série de setores da economia brasileira. Consequentemente, chega-se à conclusão de que nem todo o lucro contábil apresentado nas DRE's é de fato convertido em caixa no respectivo período, pois “uma coisa é o lucro líquido do exercício e

409 CVM, Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2016/0817, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 25.06.2019.

410 CARVALHOSA, Modesto; LATORRACA, Nilton. Comentários à Lei das sociedades anônimas. Vol III. São Paulo: Saraiva,1997, pp.669/670.

outra coisa é a geração de caixa desse exercício”⁴¹¹. Essa observação é extremamente relevante porque o §6º do art.202 obriga a companhia a distribuir todo o lucro não destinado, sem se atentar aos regimes de caixa e competência, o que poderia levar companhias a serem obrigadas a distribuir recursos que ainda não estariam sequer em seus cofres, como explicita Luiz Antônio Sampaio de Campos⁴¹²:

“A conjugação, sem qualquer temperamento, do regime de distribuição de dividendo com o da escrituração mercantil poderia levar a uma situação na qual a companhia seria forçada a pagar dividendo aos seus acionistas, sem ter recursos financeiros para tanto, sendo obrigada a contrair empréstimo ou reduzir excessivamente a sua liquidez para não ficar inadimplente.”

Portanto, tendo em vista a possibilidade esboçada acima e o princípio da estabilidade financeira das companhias⁴¹³, que assevera que elas não podem ser comprometidas pela obrigatoriedade do pagamento de dividendos, a reserva de lucros a realizar foi a saída encontrada para que as companhias não fossem prejudicadas pelo texto legal mas também não se utilizassem do descasamento entre os regimes de caixa e competência como uma escusa para não distribuir lucros. Tal linha de raciocínio fica cristalina nas palavras de Lamy, que afirma que esse instrumento “... constitui, afinal, regulação cautelosa, de transação, atenta a resistências e objeções (algumas, sem dúvida procedentes) mas que representa um passo expressivo

411 CAMPINHO, Sérgio. Reserva de lucros a realizar. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024. p.821

412 CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Notas sobre Destinação do Lucro do Exercício: A Reserva de Lucros a Realizar e a Destinação a ela do Lucro Excedente do Dividendo Obrigatório. In:VENANCIO FILHO, Alberto ; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Coord.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p.413

413 EIZIRIK, Nelson. “Reserva de lucros a realizar: Interpretação do art.197 da Lei das S.A.” In: EIZIRIK, Nelson. Direito Societário: Estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.265.

para a concretização do direito ao dividendo”⁴¹⁴. Isso porque é pacífico na doutrina⁴¹⁵ o entendimento de que, a partir do momento em que o lucro contábil destinado à referida reserva se transforma em lucro caixa (ou seja, é realizado), ele deve ser impreterivelmente acrescido ao primeiro dividendo que vier a ser declarado ou destinado à absorção de prejuízos do período subsequente (LSA, art.202,III), de tal sorte que em nenhuma hipótese a companhia pode afetá-lo a qualquer outra finalidade que não seja uma das mencionadas acima.

5. METODOLOGIA

O presente trabalho consiste em uma pesquisa empírica das companhias abertas integrantes do Índice Bovespa (Ibovespa) no mês de maio de 2024, na qual foram analisadas as reservas de lucros de cada uma das referidas companhias. O objetivo é testar a hipótese apresentada na introdução: as reservas de lucros não obedecem aos preceitos legais e não cumprem o propósito para o qual foram originalmente idealizadas.

O recorte das empresas escolhidas se deu em função de o Ibovespa ser o índice mais relevante do país, que conta com as empresas de maior valor de mercado. Além disso, as componentes desse índice também ostentam ampla disponibilidade de informações de qualidade, fator essencial para a coleta de dados a ser realizada, e são responsáveis por parcela substancial da economia nacional, de tal

414 LAMY FILHO, Alfredo. A Lei das S.A., II, p.521. In: CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Notas sobre Destinação do Lucro do Exercício: A Reserva de Lucros a Realizar e a Destinação a ela do Lucro Excedente do Dividendo Obrigatório. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p.427.

415 Sobre isso, veja-se a opinião de: (i) CAMPINHO, Sérgio. Reserva de lucros a realizar. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024. p.822; (ii) MUNHOZ, Eduardo Secchi. Reserva de Lucros a Realizar. In: Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.1006, 2023; (iii) LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. “Lei das S.A. – Comentada e Anotada”, p.983,2024.

sorte que sua magnitude impacta significativamente a caracterização do mercado empresarial e do direito societário brasileiro.

Com o escopo do trabalho e o recorte de empresas-alvo definidos, foi acessado o portal eletrônico da CVM “Consulta de Documentos de Companhias Abertas” (<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx>), no qual é possível encontrar todos os documentos referentes às companhias listadas do Ibovespa. A partir daí, foram consultados todos os estatutos sociais das referidas empresas, para verificar a presença (ou não) de reservas estatutárias e, em caso positivo, a redação de tais instrumentos. Posteriormente, também foram consultadas as Propostas da Administração dos últimos três anos (e suas respectivas atas, obviamente, para aferir se o proposto pelos administradores foi aprovado), de forma a examinar a destinação dos lucros auferidos. É interessante compreender aqui as razões pelas quais se deu a escolha do referido recorte de tempo selecionado (2021 a 2023): a análise se restringiu apenas aos últimos três exercícios sociais porque os lucros do ano de 2020 restaram gravemente contaminados pela pandemia de Covid-19, de modo que não seria interessante para os fins da pesquisa ter em seu espaço amostral elementos com potencial de distorcer as estatísticas a serem confeccionadas.

Após a obtenção dos dados concernentes aos três tipos de reservas (obrigatórias, estatutárias e assembleares) de todas as companhias do Ibovespa, as informações foram organizadas em planilhas que continham os requisitos necessários para avaliar a licitude de cada reserva analisada no intervalo temporal entre 2021 e 2023⁴¹⁶, e foram essas planilhas que serviram como base para a análise dos resultados que serão demonstrados e discutidos a seguir.

416 As planilhas podem ser acessadas aqui: https://drive.google.com/file/d/1X77bzNKr1mSpWx4RMbUFRSZ38WDLm3SW/view?usp=drive_link

6. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após o término da organização das reservas de lucro dos anos de 2021 a 2023 das referidas companhias nas planilhas de controle, o que se pôde observar foi uma confirmação parcial da hipótese inicial de pesquisa. Foram constatadas ilicitudes na utilização das reservas estatutárias e dos orçamentos de capital, que figuraram entre os tipos de reservas mais utilizados. Em contrapartida, notou-se, salvo pontuais exceções, obediência aos preceitos que regem as reservas obrigatórias, reservas de incentivos fiscais e reservas de lucros a realizar.

6.1 RESERVAS OBRIGATÓRIAS

Ao analisar a dinâmica das reservas legais nas companhias do Ibovespa entre os anos de 2021 e 2023, constatou-se que todas seguem o ordenado pelo art.193 da LSA e pelo Anexo A da RCVM 81/22. Isso porque destinam 5% do resultado líquido à reserva legal, com exceção das companhias que já haviam alcançado o limite de 20% do capital social (ou 30%, contando com a soma das reservas de capital), hipótese em que o próprio diploma societário dispensa a necessidade de verter valores para a referida reserva.

Embora a hipótese inicial da presente pesquisa fosse de que as reservas de lucro do Ibovespa são utilizadas para fins alheios a seus objetivos principais, o estrito cumprimento das normas concernentes à reserva legal não foi surpreendente. Tal reação se deu porque, ao longo de todo o trabalho de levantamento dos referenciais teóricos da pesquisa, ficou claro que a reserva legal não atribui nenhuma discricionariedade à administração, que deve obrigatoriamente (como o próprio nome já indica) destiná-la uma parcela pré-determinado do lucro líquido, sem necessidade de ocorrência de nenhum evento.

Do mesmo modo, a lei também rege de maneira clara e restrita o momento em que a reserva legal não deve receber mais recursos, sem dar a menor margem para interpretação. Diante disso, não há

como imaginar porque a administração utilizaria esse instituto para outros fins além daquele que naturalmente lhe cabe, até porque as reservas estatutárias e assembleares atribuem aos administradores e controladores um poder discricionário muito maior.

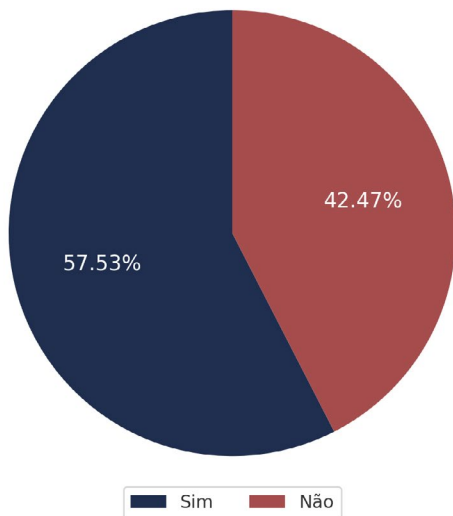
6.2 RESERVAS ESTATUTÁRIAS

As reservas estatutárias foram, por larga margem, os instrumentos mais utilizados dentre os tipos de reservas facultativas estudados, uma vez que dentre as 85 (oitenta e cinco) companhias integrantes do Ibovespa em maio de 2024, 68 (sessenta e oito) apresentaram reservas estatutárias, sendo que BRF, Dexco e Petrobrás apresentaram duas reservas desse tipo e a Itaúsa, três, de modo a totalizar 73 reservas.

Em relação ao primeiro requisito demandado pelo art.194 da LSA (a indicação da finalidade da reserva de maneira precisa e completa), nota-se um descumprimento chamativo. Das 73 reservas estudadas, 31 não obedecem ao dispositivo legal, visto que se utilizam de palavras como “investimentos”, “preservação da integridade do patrimônio social”, “financiamento do capital de giro” e “aplicações de capital adicional” para definir sua finalidade.

Figura 1 - Gráfico “A Reserva Indica Finalidade Precisa?”

A RESERVA INDICA FINALIDADE PRECISA?



Ora, todas essas expressões são vagas de tal maneira que não permitem ao investidor ter noção do destino desses recursos, o que contraria o objetivo para o qual o modelo de reservas foi idealizado, que é permitir que companhias segreguem valores para determinados fins ao mesmo tempo em que dão satisfação a seus acionistas acerca do destino de tais valores. A título de exemplo, observe-se as reservas estatutárias constituídas pela rede de laboratórios Fleury e pelo grupo do setor energético Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL):

Figura 2 – Artigo 31 do Estatuto Social de Fleury S.A.

Parágrafo Primeiro – Do resultado apurado no exercício serão feitas as deduções e provisões legais, além da participação dos empregados e administradores, se houver. Sobre o lucro líquido verificado, serão destacadas as quantias equivalentes às seguintes porcentagens:

- (a) 5% (cinco por cento) para a constituição da reserva legal, até que se alcance o limite previsto em lei;
- (b) 25% (vinte e cinco por cento), no mínimo, a ser distribuído como dividendo obrigatório, nos termos do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações, pagável no prazo de 60 (sessenta) dias a contar da data de sua declaração, salvo deliberação em contrário da Assembleia Geral, devendo o pagamento ser efetuado no mesmo exercício em que for declarado; e
- (c) o saldo do lucro, verificado após as distribuições acima previstas, terá a destinação proposta pela Diretoria, aprovada pelo Conselho de Administração e deliberada pela Assembleia Geral, podendo ser destinado até a sua totalidade à Reserva de Lucros Estatutária, visando o financiamento de aplicações adicionais de capital fixo e circulante, além da expansão e desenvolvimento das atividades que compõem o objeto social da Companhia e/ou de suas Controladas, até atingir o limite de 100% (cem por cento) do valor do capital social integralizado.

Figura 3 – Artigo 32 do Estatuto Social de CPFL Energia S.A.

Parágrafo 2º - O lucro líquido do exercício terá obrigatoriamente a seguinte destinação:

- (a) 5% (cinco por cento), **antes de qualquer outra destinação**, para a formação da reserva legal, até atingir 20% (vinte por cento) do capital social subscrito;
- (b) pagamento de dividendo obrigatório, observado o disposto no artigo 29 deste Estatuto;
- (c) o lucro remanescente, ressalvada deliberação em contrário da Assembleia Geral, será destinado à formação de **reserva de reforço de capital de giro**, cujo total não poderá exceder o valor do capital social subscrito; e
- (d) em caso de prejuízo no exercício, as reservas constituídas de lucros, de capital e legal poderão ser utilizadas para absorver o prejuízo remanescente, sendo a reserva legal a última a ser absorvida."

Como é possível notar pela imagem das cláusulas que constituíram as referidas reservas, não há qualquer especificidade nas duas, de tal modo que, se fosse afirmado que a cláusula da CPFL pertence ao estatuto social do Fleury e que a cláusula do Fleury pertence ao estatuto social da CPFL, nem o leitor mais atento conseguiria apontar o desacerto. Tal cenário não é desejável, e quando se observa que ele se repete sistematicamente em mais de 30 (trinta) companhias integrantes do índice mais importante do país, o caráter alarmante dos dados se acentua ainda mais, pois se está diante de um movimento totalmente avesso à transparência e

que possui a clara pretensão de transformar o dividendo mínimo obrigatório em dividendo máximo.

Reitere-se que não há problema algum que uma companhia em fase de crescimento ou atuante em um setor de capital intensivo destine parte de seu lucro para aplicar em seu ciclo de investimentos. Aliás, tal postura pode até ser recomendável, caso resulte em geração de valor para os acionistas, mas não pode ser tomada de maneira relapsa. Um exemplo de companhia que segregou recursos de maneira adequada e transparente em uma reserva estatutária é a Petrobrás, que criou uma reserva dentro dos parâmetros legais para seu programa de pesquisa e desenvolvimento tecnológico, como pode ser visto em seu estatuto:

Figura 4 – Artigo 56 do Estatuto Social de Petróleo Brasileiro S.A.

Art. 56- Deverá ser considerada na proposta para distribuição de lucros a constituição das reservas previstas nos incisos I e II, observada a seguinte ordem de prioridade:

I- a Petrobras destinará para reserva de custeio dos programas de pesquisa e desenvolvimento tecnológico da Companhia a parcela de 0,5% (cinco décimos por cento) sobre o capital social, até o limite de 5% (cinco por cento) do capital social; e

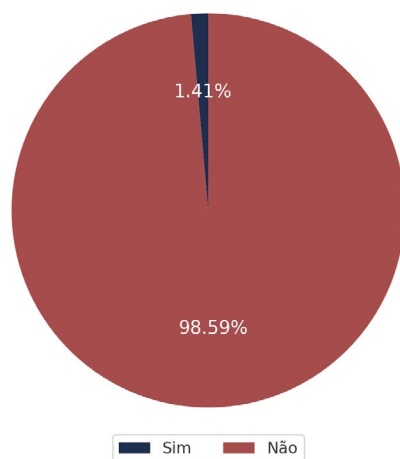
O segundo requisito, concernente à fixação dos critérios para determinar a parcela de lucros a ser vertida para a reserva, também foi desrespeitado. Isso porque, com exceção da “Reserva de Aumento de Capital” da BRF, todas as demais reservas das companhias do Ibovespa se utilizam de cláusulas móveis, que exigem que a destinação dos recursos seja acompanhada da justificativa acerca do cabimento e necessidade da reserva, como bem asseverou Marcelo Trindade ao defender que a adoção desse tipo de cláusula implica em um incremento de responsabilidade aos administradores e controladores no momento da alocação.

Entretanto, em nenhuma das 72 reservas com cláusula móvel tal incremento de responsabilidade foi observado, na medida que as Propostas da Administração das companhias analisadas se limitam a determinar o montante de lucro a ser vertido e reproduzir a cláusula estatutária acerca da reserva, o que não fornece nenhum tipo de transparência adicional. Dessa maneira, o que acontece na prática é que os administradores e controladores se utilizam desse mecanismo,

que originalmente deveria promover a transparência, para destinar às reservas os lucros que bem entenderem.

Figura 5 - Gráfico “Obediência dos Critérios de Destinação das Reservas Estatutárias à LSA”

OBEDIÊNCIA DOS CRITÉRIOS DE DESTINAÇÃO À LSA



Por fim, quanto ao terceiro requisito, todas as companhias seguem o comando legal exarado pelo inciso III do art.194, na medida em que estabelecem limites para a destinação de recursos para a reserva, e nenhum dos limites estabelecidos ultrapassa o capital social, em consonância com o art.199 da LSA.

6.3 RESERVAS ASSEMBLEARES

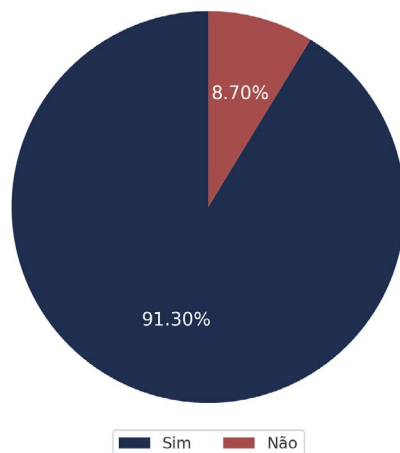
Ao analisar as quatro reservas assembleares utilizadas pelas companhias em análise, foram observados resultados distintos para cada uma. De antemão, ressalta-se que, ao longo dos três anos em tela, nenhuma companhia do Ibovespa se utilizou da reserva de contingência. Embora não tenha sido encontrada nenhuma explicação para esse fenômeno na doutrina ou nos documentos das companhias estudadas, entendo que isso ocorreu porque, quando as empresas

precisam reconhecer alguma provável perda (em sua maior parte do setor financeiro, como bancos e seguradoras), o fazem por meio de provisões, que são reconhecidas contabilmente como despesas e, conseqüentemente, reduzem o lucro líquido, ao contrário da reserva de contingência, que não impacta o resultado do exercício e se limita a afetar uma parte dos recursos auferidos para que sejam destinados à perda julgada provável.

As reservas de incentivos fiscais, por sua vez, foram o tipo de reserva assemblear mais utilizada, dado que em cada um dos anos de 2021, 2022 e 2023 foram constituídas 23 (vinte e três) reservas nesses moldes. Desse total, 21 (vinte e uma) cumpriram os requisitos exigidos pela LSA e pelo Anexo A da RCV 81/22, tendo informado de maneira clara o montante destinado a elas e o evento que ensejou a sua constituição, o que resultou em um índice de obediência ao texto legal de 91,3%. É essencial destacar também que os eventos mais citados pelas companhias nas justificativas das Propostas de Administração foram benefícios estaduais e federais em função do ICMS (14 companhias apresentaram tal justificativa) e benefícios por atuação em áreas incentivadas, especialmente em regiões englobadas pela Superintendência do Desenvolvimento do Nordeste (SUDENE) e Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia (SUDAM), visto que 7 (sete) companhias apresentaram essa justificativa.

Figura 6 - Gráfico “Obediência das Reservas de Incentivos Fiscais à LSA”

OBEDIÊNCIA DAS RESERVAS DE INCENTIVOS FISCAIS À LSA



As justificativas apresentadas pelas administrações das companhias no ato de constituição das reservas fiscais, além de estarem bem especificadas, também são legítimas. Assim, garante-se que a reserva não será utilizada meramente como anteparo para impedir a distribuição de dividendos e que, eventualmente, poderá ser fiscalizada por investidores que queiram avaliar se os recursos ali afetados estão sendo utilizados da maneira devida.

Quanto às companhias que descumpriram os preceitos impostos pela LSA e pela RCV 81/22, tratam-se de Klabin, produtora e exportadora de papéis e embalagens, e Tim, uma das líderes do setor de telecomunicações. Entre os anos de 2021 e 2023, as duas informaram os valores destinados à reserva de incentivos fiscais, em concordância com a primeira exigência da RCV 81/22, mas não fundamentaram de maneira clara o que levou a sua constituição, o que fere a segunda exigência. No local registrado à explicação da natureza da destinação na Proposta da Administração, a Klabin escreveu “Não aplicável”. Postura semelhante acometeu a Tim, que se limitou a citar a Lei 11.638 (diploma concernente à elaboração e divulgação de demonstrações

financeiras) no espaço reservado ao evento que deu azo à constituição da reserva, sem citar o evento específico que levou a companhia a tomar a referida medida.

Figura 7 – Item 16 da Proposta de Destinação do Lucro Líquido do Exercício Social referente ao ano de 2023 da Klabin S.A.

16. Havendo destinação de resultado para a reserva de incentivos fiscais

a. Informar o montante destinado à reserva

O montante destinado à reserva de incentivos fiscais foi de R\$ 145.758 milhões.

b. Explicar a natureza da destinação

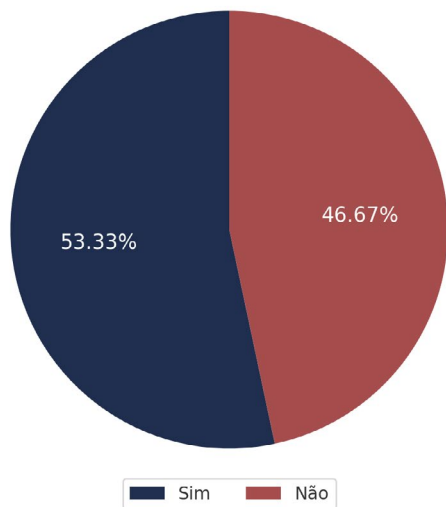
Não aplicável.

Desse modo, o que se pode inferir é que, apesar de a pesquisa empírica ter identificado dois exemplos de descumprimento da lei, na maioria dos casos há obediência aos preceitos legais no tocante às reservas de incentivos fiscais, com montantes determinados de maneira satisfatória e justificativas bem fundamentadas.

Em relação aos orçamentos de capital, não foram encontrados os mesmos índices de obediência. Em cada um dos anos de 2021, 2022 e 2023, foram constituídos 15 (quinze) orçamentos de capital. Desse número, apenas 8 (oito) cumprem estritamente o que é professado pelo diploma societário e pela CVM, visto que apontam a fonte e a aplicação dos montantes retidos, ao passo que os demais cumprem apenas parcialmente ou não cumprem as normas que regem esse instituto.

Figura 8 - Gráfico “Obediência dos Orçamentos de Capital à LSA”

OBEDIÊNCIA DOS ORÇAMENTOS DE CAPITAL À LSA



A título de exemplo, observe-se inicialmente o orçamento de capital da Companhia Paranaense de Energia (COPEL) referente ao exercício social de 2023, que está em consonância com o que é preconizado pelo texto legal: o documento apresenta a fonte dos recursos a serem investidos, o valor total a ser retido e especifica a alocação de valores dentro de cada uma de suas verticais de atuação.

Figura 9 – Orçamento de Capital referente ao Exercício Social do Ano de 2023 da COPEL S.A.

PROGRAMA DE INVESTIMENTOS	R\$ Mil
Geração e Transmissão (a)	209.663
Distribuição (b)	2.091.720
Empreendimentos Eólicos (c)	55.487
Outros (d)	75.320
Sub-total	2.432.190
Bônus de Outorga das UHEs Foz do Areia, Segredo e Salto Caxias	3.700.000
TOTAL	6.132.190

(a) Inclui os empreendimentos SPEs Bela Vista (Ger), Marumbi (Tra), Costa Oeste (Tra), Uirapuru (Tra) e FDA (Ger).
(b) Inclui Programa "Transformação" composto pelos projetos Paraná Trifásico, Rede Elétrica Inteligente e Confiabilidade Total.
(c) Inclui Brisa Potiguar, Cuiá Empreendimentos Eólicos, São Bento Energia, Jandaíra Energias Renováveis, Complexo Eólico Vilas, Aventura e Santa Rosa & Novo Mundo
(d) Inclui Holding, Copel Comercialização e Copel Serviços.

FONTES DE RECURSOS	R\$ Mil
Recursos de Terceiros e Geração de Caixa das Operações	2.977.061
Retenção de Lucros	1.133.371
Oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias	2.021.758
TOTAL	6.132.190

Note-se que o orçamento de capital exemplar não precisa ser meticulosamente detalhado, até por uma questão de confidencialidade, tanto que o orçamento acima possui o item “outros”, que pode ser considerado genérico. Não obstante, o demonstrativo deve prover elementos suficientes para que seja possível aferir a sua execução, e não ser empregado como manobra contábil para obstaculizar a distribuição de lucros, como já anteriormente mencionado.

Um exemplo no qual essa distorção do propósito do orçamento de capital ficou visível foi no caso da varejista Azzas 2154. A companhia, originada a partir da combinação dos negócios da Arezzo com o Grupo Soma, exibiu em sua Proposta da Administração concernente ao exercício social de 2023 um demonstrativo lacônico:

Figura 10 - Orçamento de Capital referente ao Exercício Social do Ano de 2023 da Azzas 2154 S.A.

Quadro resumo de fontes e usos	
Fonte	
Reserva de Retenção de Lucros (Total)	R\$ 19.022.089,36
Usos	
Financiamento do capital de giro	R\$ 19.022.089,36

Evidentemente, trata-se de hipótese que não atende o art. 196 da LSA, já que uma contém justificativa demasiadamente ampla, de modo que poderia ser utilizada como pretexto para retenção de qualquer valor, por qualquer companhia. Ela impede, ainda, que os acionistas minoritários possam fiscalizar o cumprimento do orçamento de capital. Afinal, não se está diante de projetos específicos, para o qual serão destinados os recursos retidos, e sim diante de expressões genéricas que constituem uma carta branca para que as companhias utilizem os recursos retidos da forma que melhor lhes aprouver.

Como ficou explícito por meio do caso concreto retratado acima, a falta de justificativa fundamentada é o problema mais grave quando se trata de orçamento de capital, pois costuma sujeitar uma parcela significativa dos lucros auferidos pela companhia ao arbítrio da administração, que pode utilizá-lo como bem entender sob o manto da generalidade. Todavia, também foram encontrados 7 (sete) casos de companhias que, embora tenha realizado justificativas legítimas, não informaram a fonte dos recursos. É necessário que esse requisito também seja cumprido apropriadamente, pois ao saberem a fonte dos valores a serem aplicados, haverá maior grau de transparência no mercado e os acionistas poderão, na hora de votar o proposto pela administração, tomar uma decisão mais informada.

Ante o exposto acima, resta cristalino que, no tocante a quase metade das companhias integrantes do Ibovespa que apresentaram orçamento de capital nos três últimos exercícios sociais, ainda há um caminho significativo a ser percorrido de forma a garantir a lisura dos orçamentos de capital divulgados. A importância desses avanços deve ser reiterada de maneira eloquente especialmente em relação aos casos em que foram verificadas justificativas genéricas, dado que os já citados efeitos deletérios dessa postura obscurecem a transparência do mercado acionário brasileiro e, conseqüentemente, podem ocasionar a extração de benefícios indevidos pela administração e pelo controlador⁴¹⁷, além de afastar investidores.

417 Na literatura estrangeira, esse fenômeno é denominado de “*tunneling*” e já foi alvo de uma série de estudos. Para um artigo detalhado acerca do conceito, vale a leitura

Finalmente, tem-se as reservas de lucros a realizar. Ao longo dos anos de 2021, 2022 e 2023, foram encontradas 17 (dezessete) reservas desse tipo: 7 (sete) no ano de 2023 e 5 (cinco) em 2022 e 2021. De maneira geral, é possível afirmar que as reservas constituídas estão de acordo com os requisitos determinados pela LSA e pela RCVM 81/22, dado que indicam os valores destinados a ela e os respectivos eventos que as originaram, como fica patente ao observar-se a reserva de lucros a realizar constituída pela CPFL na Proposta da Administração referente ao exercício social de 2023:

Figura 11 – Item 13 da Proposta de Destinação do Lucro Líquido do Exercício Social referente ao ano de 2023 de CPFL S.A.

a. **Informar o montante destinado à reserva de lucros a realizar**

2023 (R\$)
728.097.759,26

b. **Informar a natureza dos lucros não-realizados que deram origem à reserva**

Trata-se de atualização do ativo financeiro da concessão das subsidiárias do segmento de distribuição do Grupo (totalizando R\$ 663.538.759,26) com efeito na Companhia via equivalência patrimonial; adicionado de transação não-caixa da subsidiária Companhia Estadual de Transmissão de Energia Elétrica (R\$ 64.559.000,00).

Em todos os casos analisados, o que levou à constituição da reserva foi o fenômeno da equivalência patrimonial em investidas. Explica-se: quando uma companhia investida por outra auferir lucro, esse montante é refletido na DRE da investidora por meio da contabilização do lucro proporcional à participação que ela possui. Assim, se X possui 30% da companhia Y, que lucra R\$ 10 em determinado exercício social, haverá na DRE de X um resultado líquido positivo de R\$ 3 a título de equivalência patrimonial. Entretanto, a DRE é um demonstrativo que segue o regime de competência, de modo que é possível que a investida registre lucro e não distribua dividendos, o que justifica a necessidade da reserva de lucros a realizar, já que, caso

de artigo do MIT Management Sloan School: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=204868.

ela não existisse, a companhia se veria em uma situação em que teria que distribuir um lucro que ainda não estaria em seu caixa.

Ao observar-se o momento operacional da maior parte das companhias que registraram reservas nesses moldes (Allos, CPFL, Equatorial, Prio), nota-se que elas estão franca expansão. Tal fato é mais um indicativo que demonstra a pertinência das reservas constituídas, pois é esperado que companhias em fase de crescimento realizem aquisições e, portanto, precisem afetar recursos às reservas de lucros a realizar em função do instituto da equivalência patrimonial.

A única companhia que não seguiu os preceitos da LSA no tocante à reserva de lucros a realizar foi a Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG). Apesar de indicar o valor voltado a reserva de lucros a realizar tanto em 2021 como em 2022 e 2023, não consta na Proposta de Administração da companhia, para nenhum dos referidos anos, propósito legítimo que justifique a destinação do montante para a referida reserva.

Figura 12 – Item 13 da Proposta de Destinação do Lucro Líquido do Exercício Social referente ao ano de 2023 de CEMIG S.A.

13. Havendo destinação de resultado para reserva de lucros a realizar.

a. Informar o montante destinado à reserva de lucros a realizar.

R\$834.603 mil

b. Informar a natureza dos lucros não-realizados que deram origem à reserva.

A Reserva de Lucros a Realizar continuará com o saldo de R\$834.603 mil, considerando a reversão da reserva constituída em 2022 e a nova constituição de reserva em 2023 de mesmo valor.

Portanto, apesar do último exemplo de descumprimento da norma, nota-se que houve uma obediência majoritária aos comandos exarados pela lei quanto às reservas de lucro a realizar.

CONCLUSÃO

Todos os passos da pesquisa empírica descrita acima foram realizados com o fito de testar a hipótese delineada no princípio do presente estudo: as reservas de lucro previstas pelas companhias do

Ibovespa estão em desacordo com os ditames da LSA. Isso porque os referenciais teóricos apresentados no início da pesquisa, aliados aos julgados da CVM e ao texto legal, asseveram de maneira incisiva que as reservas não podem ser constituídas à esmo e sem motivo específico, postura que, de acordo com a hipótese inicial, seria adotada por muitas empresas do Ibovespa.

Assim, a partir dos referenciais teóricos apresentados e da pesquisa empírica confeccionada no âmbito das companhias listadas no Ibovespa, verificou-se que as reservas obrigatória, de incentivos fiscais e de lucros a realizar obedeceram, em sua maioria, aos ditames da LSA. Em contrapartida, ficou nítido que há um descumprimento da lei quando se trata das reservas estatutárias e dos orçamentos de capital, que são os tipos de reservas que atribuem aos administradores maior flexibilidade no momento de criação e alocação dos recursos, sendo as ferramentas mais utilizadas atualmente.

Tal constatação demonstra que, apesar do esforço do legislador para tornar a lei societária clara no sentido de que todo o lucro não destinado deve obrigatoriamente ser distribuído, por meio da inserção do §6º no art.202 e da exclusão do conceito de “lucros acumulados” presente no §2º do antigo art.178, ainda há muitos abusos perpetrados por administradores das companhias do Ibovespa. Ao longo da análise empírica, tais abusos foram notados principalmente por meio de duas ferramentas: (i) constituição de reservas estatutárias com objetos genéricos e cláusulas móveis desacompanhadas da transparência adicional exigida nesses casos, conforme o voto dos Diretores Marcelo Trindade e José Luiz Osório de Almeida no Processo CVM nº RJ 2001/3270 e (ii) orçamentos de capital com justificativas pífias e sem qualquer especificidade, de modo a ignorar a necessidade de descrição de projetos específicos.

Diante desse cenário, o questionamento natural que surge é: qual é a alternativa mais eficaz para coibir esses atos? Mesmo após uma série de reformas legislativas voltadas a tutelar os acionistas minoritários e a lisura do mercado de capitais, os abusos persistiram, tendo os administradores concatenado novas maneiras de burlar

o regime societário das reservas, de tal sorte que não parece ser a melhor solução idealizar um novo arcabouço jurídico para a matéria ou mesmo realizar novas reformas na lei.

O melhor caminho a ser seguido reside na atividade sancionadora da CVM, a quem cabe a aplicação de advertências, multas, inabilitações, suspensões e proibições, nos termos do art.11 da Lei 6.385. Nos últimos processos administrativos julgados acerca da matéria, a autarquia aplicou apenas advertências e multas pecuniárias de baixo valor⁴¹⁸ (da ordem de milhares de reais) aos infratores do regime de reservas consubstanciado entre os arts.193 e 197 da LSA, punições que não têm o condão de produzir qualquer impacto relevante quanto à atuação dos malfeitores. Entretanto, a recém-editada Resolução CVM 45, que prevê a possibilidade de as multas relacionadas à destinação e à retenção de lucros nas companhias abertas alcançarem até R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais) e classifica as infrações ao §6º do art.202 como graves (o que dá azo à aplicação de penalidades mais severas do que apenas multas, como inabilitações, suspensões e até mesmo proibições) pode mudar esse cenário, ao provocar um temor maior nos agentes de mercado no momento de agir em contrariedade ao diploma societário e às resoluções normativas da CVM.

Por fim, entendo ser essencial encerrar este artigo com a reiteração de que o presente trabalho não buscou, em nenhum momento, defender a distribuição de dividendos a qualquer custo. Muito pelo contrário, os referenciais teóricos trazidos inicialmente são inequívocos ao aduzir que a distribuição de dividendos não é uma ciência exata, e que a depender do ciclo de vida da companhia, pode corresponder a uma parcela maior ou menor do lucro auferido, de modo que há uma miríade de conjecturas nas quais inclusive é mais proveitoso para o investidor ver os lucros do empreendimento reinvestidos. Entretanto, o que se defende é que, independentemente de qual seja o destino atribuído aos lucros auferidos, tal destino seja fundamentado de maneira sólida e calcado na razoabilidade,

418 PAS RJ2014/2426, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 04.12.2018; PAS RJ2012/3110, Rel. Dir. Pablo Rentería, j. em 14.02.2017.

por ser inadmissível a destinação genérica e que tenha por objetivo exclusivamente a extração de benefícios escusos por administradores e controladores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMARAL, Paulo Afonso de Sampaio. **“Aspectos do Lucro e sua Distribuição na Lei 6.404/76”**. Revista de Direito Mercantil, n° 31, 1978.
MENEZES CORDEIRO, Antônio. **Direito das Sociedades** - I. Parte Geral. 3ª Edição. Coimbra: Almedina, 2011

ARBEX, Pedro. **“Enauta e 3R alinham fusão; produção combinada é quase uma Prio.”** Disponível em: <https://braziljournal.com/breaking-enauta-e-3r-alinham-fusao-producao-combinada-e-quase-uma-prio/>. Acesso em setembro de 2024.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira: Teoria e prática** - Tradução da 14ª edição norte-americana: Cengage Learning Brasil, 2016.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de Finanças Corporativas**. Ed. Bookman, 10ª ed., 2013, p.379.

CAMPINHO, Sérgio. **“Reserva de lucros a realizar”**. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024.]

CAMPINHO, Sérgio. **“Reservas criadas pelo estatuto”**. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024.

CAMPINHO, Sérgio. **“Reservas de Incentivos Fiscais”**. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024.

CAMPINHO, Sérgio. **“Reservas para Contingências”**. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p.815.

CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. **“Notas sobre Destinação do Lucro do Exercício: A Reserva de Lucros a Realizar e a Destinação a ela do Lucro Excedente do Dividendo Obrigatório”**. In: Lei das S.A. em seus 40 anos, Coord. Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, e Luiz Alberto Colonna Rosman. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p.413.

CARVALHOSA, Modesto; LATORRACA, Nilton. **Comentários à Lei das sociedades anônimas**. Vol III. São Paulo: Saraiva, 1997, pp.669/670.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas – Teoria e Prática**, p.544. Ed. Bookman, 2ª Edição, 2004. De ANGELO, Harry; De ANGELO, Linda; SKINNER, Douglas J. **Corporate Payout Policy**. Foundations and Trends in Finance, Vol. 3, Nos. 2-3 (2008), pp. 95-287.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Editora Quartier Latin, 3ª edição, 2021, p.567.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada: artigos 1 ao 79**. 3. ed. rev. atual. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v.1, p.44-47.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: José Bushatsky, 1979, v.2, p.567.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Sociologia do Poder na Sociedade Anônima**. Revista de Direito Mercantil (RDM), n. 77, 1990.

HAI MUSSI, Luiz Daniel. **“Direito de participação nos lucros sociais”**. In: Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.496, 2023.

JOHNSON, Simon. **“Tunneling”**. Massachusetts: Harvard Institute of Economic Research, 2000. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=204868.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **“Lei das S.A. – Comentada e Anotada”**, 2024.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Forense, 1992.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v.1, p.109.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas: comentários à Lei (arts. 1 a 120)**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, v.1, p.53.

MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: artigo por artigo**. 4. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p.834.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. **“Dividend policy growth and the valuation of shares”**. In: Journal of Business, outubro de 1961, v. XXXIV, pp. 411-433.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **“Dividendo Obrigatório”**. In: Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.497, 2023.

ROBERT, Bruno. **“A Questão das Reservas Estatutárias e as Idiossincrasias do Mercado de Ações Brasileiro”**. Revista de Direito Mercantil, Editora Malheiros, 2011.

ROBERT, Bruno. **Direito do Acionista de Participação nos Resultados**. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho. São Paulo: Saraiva, 2015, p.253.

ROBERT, Bruno. **Reservas e Retenção de Lucros**. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho. São Paulo: Saraiva, 2015, p.313.

SAMOR, Geraldo. **“Clearsale em negociações finais com a Serasa”**. São Paulo: Brazil Journal, 2024. Disponível em: <https://braziljournal.com/exclusivo-clearsale-em-negociacoes-finais-com-a-serasa/>. Acesso em setembro de 2024.

O INSTITUTO DA FALÊNCIA E OS CLUBES DE FUTEBOL NO BRASIL

THE CORPORATE BANKRUPTCY SYSTEM AND THE FOOTBALL IN BRAZIL

Carlos Magno Faissal Nazareth (Universidade de São Paulo - USP)⁴¹⁹

Resumo

Originado como um simples jogo recreativo, o futebol se transformou numa atividade econômica complexa e com significativo impacto sociocultural e econômico em diversos países do mundo. Tal relevância despertou a atenção dos agentes políticos estatais e esportivos que, com a justificativa de atender ao interesse público, passaram a elaborar leis para melhor regular a modalidade (e o esporte em geral). Nesse sentido, com o objetivo de estimular a adoção de boas práticas de governança corporativa e, conseqüentemente, tratar das dívidas e da sustentabilidade financeira dos clubes de futebol, normas estatais e esportivas foram elaboradas. Entretanto, tais normas não tratam com profundidade sobre os casos em que esses clubes ingressam num processo formal de falência. Assim, esses casos ficam sujeitos à aplicação do regime jurídico de insolvência empresarial geral, sem que sejam consideradas as características específicas do mercado do futebol, o que pode causar certas distorções econômicas e esportivas. Dessa forma, este estudo visa analisar o regime jurídico falimentar brasileiro à luz das peculiaridades da atividade econômica do futebol, propondo algumas bases para a estruturação de um sistema de insolvência do futebol, que englobe normas legais e esportivas (infralegais). A presente pesquisa é de natureza qualitativa e exploratória, desenvolvida por meio de pesquisa bibliográfica

419 Advogado e Pesquisador. Mestre em Direito e Ciências Jurídicas pela Universidade de Lisboa. Especialista em Direito Desportivo e Negócios no Esporte pelo CEDIN. Certificado em Compliance e Futebol pela CBF Academy. Membro da Comissão de Estudo sobre as SAFs e da Comissão de Direito Desportivo da OAB/RJ. Cursando MBA em Gestão de Projetos pela USP/Esalq.

e legislativa. Assim, tem-se que a elaboração de um regime de insolvência voltado ao futebol se demonstra como uma adequada solução para atender aos interesses de todas as partes interessadas num evento de insolvência de um clube de futebol profissional, como credores, investidores, patrocinadores, a sociedade em geral e os próprios clubes.

Palavras-chave:

Falência; Insolvência; Futebol; Sociedade Esportiva; Sociedade Anônima do Futebol; SAF; Empresa.

Abstract:

Having originated as a simple recreational game, football has become a complex economic activity with a significant socio-cultural and economic impact in many countries around the world. Such relevance has aroused the attention of state and sports political agents who, with the justification of serving the public interest, have started to draw up laws to better regulate the sport (and sport in general). Accordingly, to promote the adoption of best practices in corporate governance and, as a result, to tackle the indebtedness and ensure the financial sustainability of football clubs, a set of state and sports regulations has been introduced. However, these rules do not deal in depth with the cases in which these clubs enter formal bankruptcy proceedings. As a result, such cases are subject to the application of the general corporate insolvency regime, without due consideration of the specific characteristics of the football market — a gap that may lead to economic and sporting distortions. Thus, this study aims to analyze the Brazilian bankruptcy legal framework considering the specific characteristics of football as an economic activity, proposing foundational elements for the development of a football-specific insolvency system that encompasses both statutory and sub statutory (sports) regulations. The present study is qualitative and exploratory, carried out through bibliographic and legislative research. Accordingly, the formulation of a football-specific insolvency regime emerges as an appropriate solution to address the interests of all stakeholders

in a professional football club's insolvency proceeding—creditors, investors, sponsors, the wider public, and the clubs themselves.

Keywords:

Bankruptcy; Insolvency; Football; Sports Company; Football Corporation; Football Club; Clubs.

1. O instituto da Falência: origem, conceito e enquadramento legal. **2.** Sistema de Insolvência do Futebol. **3.** A falência de clubes de futebol no Brasil. 3.1. Insolvência do clube de futebol constituído como uma associação civil sem fins lucrativos e sem vínculo societário com uma SAF; 3.2. Falência da sociedade esportiva sem vínculo societário com um clube associativo fundador; 3.3. Demais casos possíveis; 3.3.1. Falência da sociedade esportiva (SAF ou outros tipos societários); 3.3.2. Insolvência do clube fundador; 3.3.3. Falência/Insolvência do investidor; 3.4. A gestão da falência e o instituto da continuidade provisória das atividades do falido; **4.** Pós-falência. 4.1. Refundação esportiva; 4.1.1. Sucessão nas obrigações do falido; 4.1.2. Responsabilidades e extinção das obrigações do falido no futebol profissional; **5.** Considerações finais.

INTRODUÇÃO

O futebol, desde sua origem, foi organizado e praticado por entidades amadoras, com pouca sofisticação no tocante às boas práticas de governança corporativa. Essa conjuntura de antigamente faz com que muitas pessoas ainda tenham a percepção de que essa atividade representa tão somente um mero jogo lúdico, sem contornos econômicos e jurídicos relevantes e dignos de serem objetos de investigações acadêmicas. De fato, ao analisar a origem dos clubes de futebol no Brasil, é possível perceber a baixa relevância econômica detida por essas agremiações à época de suas fundações. Como aponta Alexandre Pessanha, no início do desenvolvimento do esporte, de modo geral, não havia muita conexão entre o fator econômico e o

fenômeno esportivo⁴²⁰. Nesse sentido, os primeiros clubes brasileiros foram criados sob a forma de associações civis sem fins lucrativos⁴²¹. Por determinado período, esse modelo associativo foi suficientemente adequado para organizar o futebol. Afinal, por se tratar de uma atividade amadora e sem a finalidade lucrativa, a adoção de modelos societários e de governança mais elaborados e sofisticados não era tida como algo necessário. Entretanto, com o passar dos anos, a atividade do futebol se transformou num complexo ramo econômico, com um emaranhado de interesses envolvidos. A entrada de novos agentes econômicos neste mercado, como por exemplo agentes esportivos, procuradores e advogados de atletas, novos proprietários de clubes, patrocinadores (dos clubes, dos atletas e das competições), detentoras dos direitos de transmissão dos jogos, agências de publicidade, dentre outros, bem como o desenvolvimento de novos negócios, fizeram com que a modalidade ampliasse sua dimensão para além das questões esportivas e socioculturais. Urge destacar o grande potencial econômico gerado pelo progresso tecnológico, com o surgimento da internet e, mais recentemente, a criação das mídias sociais e das plataformas de *streaming*. Dessa forma, o futebol se transformou numa atividade econômica multifacetada, atingindo cifras milionárias ao redor do planeta⁴²². Além disso, o mercado do futebol se tornou extremamente globalizado e competitivo do ponto de vista comercial, uma vez que a simples disputa pelos campeonatos deixa de ser o principal objetivo dos clubes. A competição comercial por novos fãs/consumidores em escala global está cada vez mais em evidência. Dessa forma, os clubes, deixaram de ser apenas associações de entusiastas, para se tornarem verdadeiros agentes econômicos com

420 PESSANHA, A. *As Federações Desportivas: contributo para o estudo do ordenamento jurídico desportivo*. Coimbra: Coimbra, 2001. 16 p.

421 MOTTA, L. C. P. *O Mito do Clube-Empresa*. Belo Horizonte: Editora Sporto, 2020. 13 p.

422 Segundo o estudo realizado pela empresa de consultoria *Deloitte*, denominado *Deloitte Football Money League*, em sua 27ª edição, os 20 clubes com as maiores receitas do mundo geraram o equivalente a 10.5 bilhões de euros na temporada de 2022/2023. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/deloitte-football-money-league.html>. Acesso em: 2 fev. 2024.

marcas valiosíssimas, em alguns casos⁴²³. Como identifica Alexandre Pessanha, a partir da década de 1950, o esporte passa a desenvolver sua dimensão socioeconômica de forma significativa, como nunca na história⁴²⁴. Diante dessa nova realidade socioeconômica, muitos clubes brasileiros tiveram dificuldades de adaptação às demandas que o novo contexto socioeconômico exigia. A estrutura administrativa amadora dessas entidades promoveu um cenário de descontrole financeiro, o que levou clubes tradicionais a situações de insolvência⁴²⁵. Além da relevância econômica, urge salientar que o esporte, de modo geral, representa um importante fenômeno sociocultural na nossa sociedade, tendo no futebol sua modalidade mais expressiva em nível global. Ou seja, o futebol representa uma importante atividade econômica, com grande repercussão sociocultural e que, por tais fatores, passa a ser de interesse público, atraindo a atuação do Estado. Identifica-se nesta modalidade (e no esporte como um todo) uma série de valores que impactam no imaginário popular de forma profunda, tornando a modalidade uma importante ferramenta de uso político, o que pode ser perigoso, dos pontos de vista social e político, como também em relação à sustentabilidade dos clubes, muitas vezes usados como meios para atingir fins não esportivos. Valores como nacionalismo, representatividade de uma nação ou um país e a promoção de normas culturais de um povo, dentre outros, tornam o futebol um mercado atrativo para diferentes tipos de investidores. Muitos dos quais, estão mais interessados em obter benefícios específicos, estimulados por interesses próprios, do que propriamente preocupados com a

423 Segundo o estudo recente da Forbes, famosa revista especializada em negócios e finanças, fundada nos Estados Unidos da América, os principais clubes do mundo ostentam valores de marca de bilhões de dólares. Disponível em: <https://www.forbes.com/lists/soccer-valuations/?sh=5303436f198b>. Acesso em: 7 dez. 2023.

424 PESSANHA, A. *As Federações Desportivas*: contributo para o estudo do ordenamento jurídico desportivo. Coimbra: Coimbra, 2001. 16 p.

425 Em recente estudo realizado, a agência *Sports Value*, divulgou que os 20 clubes da Série A do campeonato brasileiro alcançaram, juntos, no ano de 2022, a impressionante marca de 10,6 bilhões de reais de passivo. Disponível em: <https://www.sportsvalue.com.br/estudos/financas-clubes-brasileiros-em-2022-a-consolidacao-do-marketing/>. Acesso em: 7 nov. 2023.

sustentabilidade dos clubes e o desenvolvimento da modalidade como um todo. Por essas razões, o Legislador pátrio criou normas específicas direcionadas ao esporte e ao futebol, numa tentativa de propiciar uma melhor gestão e promover a sustentabilidade dos clubes. Entretanto, tais normas não tratam adequadamente dos procedimentos aplicáveis aos clubes em estado de insolvência. Decerto, um ambiente econômico sustentável e saudável deve se valer de um regime jurídico de insolvência adequado à conjectura socioeconômica do país em que está inserido e aos diferentes setores econômicos, uma vez que a falência de agentes econômicos gera impactos consideráveis em toda a sociedade. Além disso, como esclarece José Gonçalves Machado, acredita-se que um regime jurídico de insolvência ineficiente torna a obtenção de investimentos externos e de financiamento bancário mais onerosa, limitando o potencial de expansão da atividade empresarial⁴²⁶. Por se tratar de um setor econômico com características tão peculiares, percebe-se vantajoso que o regime falimentar seja estruturado de acordo com as referidas especificidades, evitando, dessa forma, a incidência de distorções econômicas e esportivas. Dadas as questões acima, constata-se a atualidade e a extrema relevância desse tema, o qual deve ser objeto de debate acadêmico. Com mais pesquisas acerca da matéria, será possível identificar soluções que reduzirão a insegurança jurídica gerada pelas lacunas legais, o que atrairá mais investidores ao mercado do futebol brasileiro. Assim, os clubes estarão mais fortalecidos na competição global por novos fãs/consumidores. A presente pesquisa é de natureza qualitativa e exploratória, desenvolvida por meio de pesquisa bibliográfica e legislativa, com o objetivo de analisar o regime jurídico aplicável à falência de clubes de futebol profissional no Brasil e sugerir adequações pertinentes que melhor conciliem a norma estatal com a *Lex Sportiva* (sistema esportivo).

426 MACHADO, J. G. Deveres do Super-Administrador de Insolvência no Âmbito dos (futuros) Pre-Packs. *Revista de Direito Comercial*. 2023. p. 1419. Disponível em: Deveres do “Supervisor-Administrador de Insolvência” no âmbito dos (futuros) Pre-Packs — Revista de Direito Comercial. Acesso em: 8 jan. 2023.

1. O INSTITUTO DA FALÊNCIA: ORIGEM, CONCEITO E ENQUADRAMENTO LEGAL

Inicialmente, cumpre conceituar o instituto da falência e compreender sua origem. Soveral Martins leciona que somente a partir do desenvolvimento comercial de cidades como Veneza, Milão, Florença, Siena, Verona, dentre outras⁴²⁷, o regramento jurídico acerca do instituto da falência passa a assumir contornos mais semelhantes aos que conhecemos hodiernamente⁴²⁸.

A partir do referido desenvolvimento comercial, as relações entre os comerciantes foram se tornando mais complexas, dando azo à demanda por concessões de crédito. Há de se ressaltar a importância do acesso ao crédito, por permitir maior fluidez às relações comerciais⁴²⁹, assim como garantir ao empresário uma diminuição do capital necessário para o giro comercial⁴³⁰. Dessa maneira, ter acesso ao crédito representa um fator essencial para o desenvolvimento de uma atividade.

Destarte, tornou-se recorrente a prática de concessão de prazos para o pagamento das mercadorias, dando origem a um endividamento entre os comerciantes, uns na posição de cessionários, outros como cedentes⁴³¹, o que promoveu uma elevada dependência entre eles. Essa interdependência deu início a uma emaranhada “cadeia”, na qual o sucesso de um comerciante poderia impactar diretamente na atividade de outros⁴³¹.

Isto é, a “quebra” de um poderia afetar a vida vários outros integrantes da “cadeia”, uma vez que o inadimplemento de um

427 Deve-se destacar que as referidas cidades, à época, eram consideradas “cidades-estados”, uma vez que ainda não havia ocorrido a unificação italiana. Dessa forma, cada uma delas estabelecia seus conjuntos normativos.

428 MARTINS, A. S. *Um Curso de Direito da Insolvência*. 3. ed. Coimbra: Editora Almedina, 2021. 20 p.

429 MARTINS, A. S. *Um Curso de Direito da Insolvência*. 3. ed. Coimbra: Editora Almedina, 2021. 15 p.

430 MACEDO, P. S. *Manual de Direito das Falências*. v. 1. Coimbra: Almedina, 1964. 8 p.

431 LEITÃO, L. M. T. M. *Direito da Insolvência*. 10. ed. Coimbra: Almedina, 2021. 27 p.

deles poderia desencadear em consecutivos inadimplementos, acarretando um abalo no sistema econômico local. Por exemplo, se determinado comerciante não cumprisse com sua obrigação perante outro, este poderia se ver impossibilitado de adimplir sua obrigação com seu fornecedor, que por sua vez, poderia ficar numa situação de inadimplência perante o banco que lhe concedeu um empréstimo.

Ou seja, toda a economia local poderia ser afetada, causando consequências desastrosas àquelas cidades, tanto do ponto de vista econômico, quanto do ponto de vista social, tendo em conta os relevantes problemas sociais inerentes às graves crises econômicas.

Diante desse contexto de interdependência entre os comerciantes, as chamadas cidades comerciais, que hoje compõem a Itália, deram início a elaboração dos seus próprios regimes de insolvência, como uma forma de normatizar a falência dos comerciantes e minimizar suas consequências danosas.

Assim como à época do Direito romano⁴³², os devedores também foram tratados como fraudadores que deveriam ser exemplarmente punidos. Como ensina Soveral Martins, a falência do comerciante continuou associada à ocorrência de fraude, porém, sendo dada relevância à igualdade entre os credores e à criação de ferramentas que coibissem a dilapidação patrimonial por parte do devedor.

432 Ainda que não seja possível identificar no Direito Romano normas que possam ser classificadas como precursoras de um regime jurídico de insolvência, deve-se remeter àquela época para perceber que, de alguma forma, já havia o interesse de se regular os casos de inadimplência. Urge destacar que possuir dívidas era extremamente malvisto pela população em geral, sendo equiparável a realizar uma fraude, por exemplo. Por esse motivo, era considerado legítimo que fossem efetuadas punições físicas aos devedores, ainda que as razões de seu infortúnio comercial não tivessem origem em algum ato fraudulento. Todavia, conforme leciona Menezes Cordeiro, ainda não havia um processo judicial previsto no Direito Romano, nem um procedimento de distribuição dos ativos do devedor entre seus credores resultante de um processo judicial. Ou seja, o referido período ainda não contava com certos elementos característicos do Direito da Insolvência. (CORDEIRO, A. M. Perspectivas evolutivas do Direito da Insolvência. Revista de Direito das Sociedades. n.3. 2012. p. 551 -591). Com o desenvolvimento comercial e jurídico, tem-se o advento do conceito de patrimonialidade, passando a haver uma distinção entre o patrimônio da pessoa e de sua personalidade civil. Dessa forma, as punições corporais foram substituídas por atos de constrição ao patrimônio do devedor.

Com o desenvolvimento das relações e trocas comerciais das referidas cidades comerciais com outros Estados Nacionais, o conceito de falência se propagou para outros países⁴³³, se desenvolvendo a partir de novos entendimentos e diferentes contextos socioculturais e econômicos.

Nota-se, desta forma, que passou a ser de interesse público, a estruturação de um corpo normativo para regular um processo especial ante à potencial ameaça de “quebra” generalizada dos agentes de um setor econômico.

No Brasil, a Lei 11.101/2005 (“LRF” ou “Lei”) regula o regime jurídico de insolvência empresarial, contendo os institutos da recuperação judicial, extrajudicial e da falência. Com forte influência do regime estadunidense, regido pelo *The United States Bankruptcy Code*, o regime jurídico de insolvência empresarial pátrio visa preservar os benefícios gerados pela atividade econômica, como os empregos e a geração de riquezas⁴³⁴.

Nesse sentido, nos termos da LRF, a falência é um mecanismo de preservação de benefícios socioeconômicos provenientes da atividade empresarial, por meio da liquidação imediata do devedor e da rápida realocação útil de ativos na economia.

Ademais, também há a preocupação em garantir o princípio da igualdade dos credores (*par conditio creditorum*⁴³⁵), que busca evitar que ocorra algum tratamento privilegiado, que não esteja respaldado em razões objetivas, a determinados credores.

Catarina Serra indica que este princípio impõe limites a alguns direitos individuais dos credores, numa espécie de “solidariedade econômica natural” entre eles⁴³⁶. Marcelo Sacramone esclarece que um dos objetivos da falência é o de evitar que um credor seja pago em

433 LEITÃO, L. M. T. M. *Direito da Insolvência*. 10. ed. Coimbra: Almedina, 2021. 31 p.

434 SALOMÃO, L. F. PENALVA, P. S. *Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência: teoria e prática*. 7. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2020. 11 p.

435 Princípio consagrado, inclusive, no Código Civil português, em seu artigo 604.º, e no artigo 194.º do CIRE. No Brasil, este princípio está espalhado pela Lei 11.101/2005, como por exemplo no artigo nº 172, que prevê o crime de Favorecimento de Credores.

436 SERRA, C. *Lições de Direito da Insolvência*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2021. 136 p.

prejuízo dos demais⁴³⁷. Thomas Jackson afirma que múltiplas decisões individuais em prol dos credores podem não representar a melhor decisão para os próprios credores, do ponto de vista coletivo⁴³⁸. R. M. Goode esclarece que o principal objetivo de um regime de insolvência é evitar o “*free-for-all*”⁴³⁹ (“vale-tudo”) por parte dos credores em busca de garantirem a satisfação de seus créditos, visando a realização de uma distribuição equitativa dos valores arrecadados a partir da liquidação dos ativos do devedor entre os credores.

Na ausência de um regime jurídico de insolvência, terá vantagem aquele credor que for mais rápido. Normalmente, são credores com mais recursos, os quais conseguem se valer da assessoria de grandes bancas de advogados, deixando à margem aqueles credores hipossuficientes, que, quando, finalmente conseguem uma decisão judicial favorável, poderão não conseguir mais efetivar sua tutela jurisdicional, como consequência da dilapidação patrimonial do devedor proporcionada pelas execuções individuais que foram efetuadas anteriormente por outros credores.

Por isso, pode-se considerar que o processo falimentar, ao assegurar a proteção da coletividade de credores, também resguarda de maneira especial os direitos daqueles com menos recursos, reforçando sua importância.

Entretanto, há de se considerar que alguns setores, por apresentarem características distintivas, demandam a elaboração de normas especiais, de modo a possibilitar maior eficácia do instrumento falimentar nos casos concretos.

437 SACRAMONE, M. B. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 4. ed. São Paulo: Editora Saraiva Educação, 2023. 444 p.

438 JACKSON, T. H. *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Washington, D.C.: Beard Books, 2001. 7 p.

439 GOODE, R. M. *Principles of Corporate Insolvency Law*. Sweet & Maxwell: Londres, 1990. 2 p.

2. SISTEMA DE INSOLVÊNCIA DO FUTEBOL

Um sistema normativo adequado para a adaptação do instituto da falência ao contexto do mercado futebolístico deve ser fundamentado em três pilares essenciais, que correspondem a diferentes momentos enfrentados por um clube em crise: (i) normas preventivas, aplicáveis antes do início do processo formal de falência; (ii) a fase processual, abrangendo o período de vigência da falência; e (iii) o pós-falência, com normas que tratem de questões posteriores à liquidação do clube, como a destinação da Identidade Esportiva⁴⁴⁰ do clube e a possibilidade de sua refundação esportiva.

Impende destacar que o futebol apresenta características que o diferenciam dos demais ramos da economia, gerando consequências específicas, como uma viabilidade econômica intrínseca dos clubes profissionais de maior expressão, a existência de certas falhas de mercado particulares, e a possibilidade de situações de risco moral associadas à atuação dos gestores dos clubes.

Em apertada síntese, observa-se que o mercado do futebol apresenta quatro peculiaridades que alteram por completo a dinâmica desse setor: (i) a paixão (a ligação afetiva entre os torcedores-consumidores- e o clube); (ii) a competição esportiva (o jogo em si); (iii) o uso político do futebol, em razão do grande impacto sociocultural que exerce na sociedade; e (iv) a existência de um sistema normativo dual, no qual coexistem normas estatais e esportivas.

Ante características tão distintas e da relevância dessa atividade econômica, demonstra-se necessário que seja destinado um tratamento diferenciado por parte do Legislador aos casos de falência de um clube de futebol profissional.

440 Entendemos o conceito de Identidade Esportiva como a totalidade dos elementos corpóreos e incorpóreos que individualizam o clube e o vinculam historicamente à sua torcida, incluindo sua história, seus feitos, ídolos, títulos, palmarés esportivo, símbolos, cores, hino e demais características distintivas. Entendemos que ela deve ser reconhecida como um patrimônio autônomo, imaterial e inalienável.

Luciano Motta⁴⁴¹ declara que as especificidades do setor que superam a natureza esportiva devem ser ponderadas e assumidas como premissas, de modo a evitar uma aplicação “cega” do Direito. Assim, não se deve aplicar ao futebol, soluções jurídicas aplicáveis a outras situações, aparentemente semelhantes, mas que não consideram as especificidades do esporte.

Destaca-se o Tratado de Lisboa de 2009, que alterou o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (e o Tratado que institui a Comunidade Económica Europeia), e que reforça, expressamente, que o caráter específico do esporte deve ser levado em consideração pela União⁴⁴².

Ante o exposto, entendemos que isso se aplica ao Direito da Insolvência quando relacionado com o mercado do futebol, de modo que uma espécie de regulamentação do regime de insolvência tradicional voltado para a atividade econômica do futebol, levando em conta suas peculiaridades, será de grande valia para este mercado.

No que diz respeito aos mecanismos de prevenção da falência, entendemos que a adoção de um programa de sustentabilidade financeira dos clubes, em âmbito esportivo (em respeito à autonomia constitucional destinada às entidades esportivas), se configura como a ferramenta mais adequada. Contudo, em razão da delimitação do objeto do presente estudo, este tema não será abordado neste momento.

3. A FALÊNCIA DE CLUBES DE FUTEBOL NO BRASIL

Seguindo a lógica da concessão de crédito para a viabilização e expansão da atividade econômica de um comerciante, verifica-se que o

441 MOTTA, Luciano de Campos Prado. O Mito do Clube-Empresa. Belo Horizonte: Editora Sporto, 2020. pp. 57.

442 O artigo 165 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia determina que a União deve contribuir para promover os aspectos europeus do desporto, considerando suas especificidades, dentre outras questões. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9e8d52e1-2c70-11e6-b497-01aa75ed71a1.0019.01/DOC_3&format=PDF>. Acesso em 08 de novembro de 2023.

mesmo raciocínio se aplica ao mercado do futebol. A interdependência entre os clubes é um fenômeno notório, especialmente no que diz respeito às operações financeiras.

Para compor seus elencos, é comum que os clubes negociem entre si a aquisição de atletas, frequentemente mediante pagamentos parcelados ao longo do tempo. Essa prática reforça a interdependência econômica entre eles, tornando-os mais suscetíveis a crises financeiras no setor. A insolvência de um clube pode gerar um efeito cascata, comprometendo o cumprimento de obrigações assumidas com outros clubes e desestabilizando o mercado como um todo.

Outro fator que acentua essa interdependência é a necessidade de que os clubes permaneçam em atividade ao longo das competições. A eventual extinção de uma equipe durante um torneio acarreta prejuízos para todo o sistema, reduzindo abruptamente o número de jogos e comprometendo a previsibilidade do campeonato.

Além disso, esse tipo de instabilidade pode gerar desconfiância e desinteresse por parte de torcedores, investidores e demais agentes econômicos do setor.

Adiciona-se a essa interdependência dos clubes, os efeitos decorrentes da dinâmica da competição esportiva, em especial a intensa pressão exercida por torcedores e pela imprensa para a conquista de títulos.

Nesse contexto, tornou-se comum a realização de investimentos que superam a capacidade financeira dos clubes, com o objetivo de formar elencos competitivos e conquistar títulos, gerando imenso risco à conservação da sustentabilidade financeira desses clubes.

À título de exemplo prático, clubes tradicionais como o Clube Atlético Mineiro e o Cruzeiro Esporte Clube apresentaram, respectivamente, as maiores dívidas, dentre os clubes da série A do campeonato brasileiro no ano de 2022⁴⁴³, ultrapassando a marca de um bilhão de reais cada.

443 Disponível em: <https://www.sportsvalue.com.br/case-studies/financas-clubes-brasileiros-em-2022-a-consolidacao-do-marketing/>. Acesso em: 16 jan. 2024.

Para uma adequada análise da falência de um clube de futebol no Brasil, é imprescindível compreender os possíveis cenários jurídicos. Isso se deve ao fato de que um clube profissional pode adotar diferentes formas de constituição jurídica no país, e essa escolha impactará diretamente na definição do regime de insolvência aplicável.

No caso dos clubes constituídos sob a forma de associação sem fins lucrativos, nos termos dos artigos 53 e seguintes do Código Civil, aplica-se o instituto da insolvência civil, que, conforme apregoa o artigo 1.052 do atual Código de Processo Civil (“CPC”), permanece regulado pelo Livro II, Título IV, do CPC de 1973, até que lei específica seja editada.

Por outro lado, aos clubes constituídos como sociedades empresariais, é destinado o instituto da falência previsto na Lei 11.101/2005, que sofreu significativas alterações no ano de 2020, por meio da Lei nº 14.112, de 2020. Em nosso entendimento, esse regime mostra-se mais adequado à atual dinâmica do mercado brasileiro, considerando tratar-se de uma legislação mais moderna em comparação ao antigo CPC.

Passado o exposto, passa-se à análise dos cenários de insolvência que podem envolver clubes de futebol no país, e ao exame de como a legislação brasileira disciplina cada uma dessas situações.

3.1. INSOLVÊNCIA DO CLUBE DE FUTEBOL CONSTITUÍDO COMO UMA ASSOCIAÇÃO CIVIL SEM FINS LUCRATIVOS E SEM VÍNCULO SOCIETÁRIO COM UMA SAF⁴⁴⁴

Atualmente, a maior parte dos clubes tradicionais ainda se mantém como associações civis sem fins lucrativos sem vínculo com nenhuma sociedade anônima do futebol ou algum outro tipo de sociedade esportiva⁴⁴⁵. Pode-se destacar agremiações como o Clube de

444 Sociedade Anônima do Futebol, instituída e regulada pela Lei nº 14.193/21 (“Lei da SAF”).

445 Para clubes constituídos como sociedade empresária em geral, será utilizado o termo “sociedade esportiva”.

Regatas do Flamengo (“Flamengo”) e o Sport Club Corinthians Paulista (“Corinthians”).

No que concerne à liquidação do clube constituído como uma associação sem fins lucrativos no Brasil, como informado anteriormente, deverá ser aplicado o instituto da insolvência civil, regime destinado aos não empresários.

O CPC de 1973, por meio do artigo 748, indica que a insolvência ocorre sempre que as dívidas excederem a “importância dos bens do devedor”.

O código prevê, ainda, que a declaração de insolvência do devedor gera uma série de consequências jurídicas significativas, como o vencimento antecipado das dívidas. Além disso, todos os bens do devedor que possam ser objeto de penhora, tanto os que já possuía quanto aqueles adquiridos ao longo do processo, são arrecadados para a satisfação dos credores⁴⁴⁶.

Ademais, a partir do momento em que a insolvência é oficialmente declarada, o devedor perde o direito de administrar e dispor de seus bens, restrição que se mantém até a liquidação total da massa⁴⁴⁷.

Nesses termos, verifica-se a impossibilidade de que seja deferida a continuidade provisória das atividades do devedor, o que, como será tratado mais adiante, é de extrema importância para a estabilidade da atividade econômica do futebol. Por óbvio, tampouco há a previsão de ocorrência de *stay period* para os casos em que o falido mantenha suas atividades em funcionamento.

Dessa forma, observa-se que esse regramento se encontra desatualizado diante da atual conjuntura mercadológica e socioeconômica do país, sendo inadequado para a atividade do futebol. Entendemos que tal inadequação mitigou a eficácia do instituto, de modo que alguns tribunais passaram a flexibilizar a LRF, com notórios

446 Artigo 751, incisos I e II.

447 Artigo 752.

casos de deferimento do processamento de recuperações judiciais de associações sem fins lucrativos.

Com efeito, o instituto da insolvência civil não dispõe de mecanismos de recuperação destinados aos agentes que ainda detenham viabilidade econômica, limitando-se, em regra, à liquidação patrimonial. Impende ressaltar que a Lei da SAF, visando reduzir a insegurança jurídica nos para os casos de recuperação judicial de clubes associativos, estabelece de maneira expressa a legitimidade ativa desses clubes para pleitearem a recuperação judicial e extrajudicial, nos termos da LRF.

Todavia, a Lei da SAF não trata a respeito da aplicabilidade do instituto da falência a esses clubes. Essa omissão propicia uma situação jurídica na qual o clube pode se valer da Lei 11.101/2005 para ter acesso aos instrumentos legais de recuperação, mas, deverá recorrer ao CPC de 1973 para tratar de sua liquidação. Isso gera uma enorme insegurança jurídica para todas as partes interessadas.

Até a conclusão do presente estudo, não se identificam precedentes judiciais envolvendo a insolvência de clubes de futebol profissional de grande relevância no país, razão pela qual não é possível afirmar se os tribunais adotarão entendimento no sentido de ampliar o regime jurídico de insolvência empresarial para os clubes de futebol constituídos como associações civis.

Idealmente, entendemos que o ordenamento jurídico brasileiro deveria unificar os regimes de insolvência, estabelecendo um único sistema aplicável tanto a empresários quanto a não empresários.

No entanto, o esforço político necessário para viabilizar essa alteração legislativa torna tal perspectiva, ao menos por ora, remota. Nesse contexto, consideramos adequado que o instituto da falência possa ser aplicado também aos clubes de futebol profissional constituídos sob a forma de associações sem fins lucrativos, por meio de uma interpretação sistemática da norma.

3.2. FALÊNCIA DA SOCIEDADE ESPORTIVA SEM VÍNCULO SOCIETÁRIO COM UM CLUBE ASSOCIATIVO FUNDADOR

A existência de uma sociedade esportiva sem ligação com um clube associativo fundador não é tão comum dentre os principais clubes brasileiros. Pode-se destacar os casos do Red Bull Bragantino, constituído sob a forma de sociedade limitada, e do Cuiabá FC, estruturado como uma SAF.

Na hipótese de falência de um clube nessas circunstâncias, o procedimento de liquidação seguirá os ritos e procedimentos estabelecidos pela Lei 11.101/2005, como qualquer outra sociedade empresária.

Entretanto, verifica-se que a aplicação do regime falimentar geral a um clube de futebol poderá gerar certas distorções econômicas que afetarão substancialmente o mercado futebolístico nacional. Há de se ressaltar a finalidade da LRF em preservar a atividade econômica, de modo que as particularidades sejam consideradas ao se aplicar o instituto da falência aos clubes.

Num caso concreto, com a sentença de decretação da falência, haverá a nomeação de um administrador judicial para auxiliar o juiz competente e que será responsável por, dentre outras funções, organizar a arrecadação e alienação dos bens da massa falida e o pagamento dos credores.

Nesse sentido, há de se compreender que a Lei determina que os ativos da massa falida sejam arrecadados e alienados, para que os credores possam ser satisfeitos. Isso inclui ativos provenientes dos direitos de propriedade intelectual, o que entendemos ser extremamente prejudicial no futebol.

No futebol, o instituto que conceituamos como Identidade Esportiva representa um ativo fundamental e estruturante desse mercado, que é movido essencialmente pela ligação afetiva entre os torcedores (consumidores) e os clubes (prestadores de serviço). Por isso, há de se buscar a preservação dessa relação, como forma de se tutelar o próprio mercado. Nesse sentido, entendemos que ela seja

reconhecida como um patrimônio autônomo, imaterial e inalienável, só podendo ser ostentada por quem demonstrar sua legitimidade para tal.

Ainda que se entenda que a Identidade Esportiva possa ser alienada, em benefício dos credores, entendemos não ser benéfico que eventual procedimento de alienação siga o previsto na legislação ordinária, nos artigos 142 e seguintes da LRF. O mais adequado será que os postulantes passem pelo crivo judicial quanto à legitimidade para requerer a Identidade Esportiva do clube falido, após ouvidas todas as partes interessadas, para que então possa se proceder com a alienação.

Ademais, destaca-se a questão da ordem de pagamento dos credores. Considerando que a interdependência entre os clubes de futebol é relevante, pode-se considerar que garantir tratamento prioritário às dívidas esportivas⁴⁴⁸ do clube falido será benéfico ao mercado do futebol.

Na Inglaterra, vigora a *football creditors rule*, norma esportiva que garante um tratamento prioritário às dívidas esportivas⁴⁴⁹ de um clube, e em relação aos demais credores⁴⁵⁰. Entretanto, consideramos que tal

448 Como dívidas esportivas, leia-se dívidas com outros clubes, atletas, federações, dentre outros membros do sistema esportivo.

449 A *Premier League*, em seu *Handbook* da temporada de 2023/2024, no item E.33, lista os seguintes agentes como credores do futebol: a Associação de Futebol e os clubes com associação plena ou associada a ela; as organizações afiliadas; as ligas e suas subsidiárias; a *Football League*, a *National League*, a *Northern Premier League*, a *Southern Premier League* e a *Isthmian Football League*; a Associação de Jogadores Profissionais de Futebol; a Football Foundation; qualquer funcionário ou ex-funcionário do Clube suspenso a quem sejam devidos salários atrasados ou vencimentos; e qualquer provedor de pensão para o qual uma contribuição de pensão a ser paga pelo Clube suspenso em relação a seus funcionários ou ex-funcionários até o limite de tal contribuição. Disponível em: https://resources.premierleague.com/premierleague/document/2024/01/04/21175cfd-faa3-4b01-bbad65894fead686/PL_Handbook_2023-24_DIGITAL_04.01.24-final-.pdf. Acesso em: 28 jan. 2024.

450 Para maior aprofundamento, recomenda-se a leitura dos itens E.27, E.32, E.34 e E.37 do *Handbook* da temporada de 2023/2024 da *Premier League* e os itens 16.17, 17.10, 52.5.2 e 52.6 da *EFL Regulations*. Disponíveis em: https://resources.premierleague.com/premierleague/document/2024/01/04/21175cfd-faa3-4b01-bbad65894fead686/PL_Handbook_2023-24_DIGITAL_04.01.24-final-.pdf; e <https://www.efl.com/governance/regulations>. Acessos em: 28 jan. 2024.

norma esportiva seria problemática no Brasil, sendo mais adequado que qualquer alteração nesse sentido ocorresse por meio legal.

3.3. DEMAIS CASOS POSSÍVEIS

A prática mais comum no mercado brasileiro, quando se refere às sociedades esportivas, é a coexistência do clube associativo fundador e da SAF constituída, com a presença de um acionista investidor.

O modelo societário mais usual no país é adotado por clubes como o Botafogo de Futebol e Regatas (“Botafogo”) e o Cruzeiro Esporte Clube (“Cruzeiro”), no qual os clubes cedem o poder de controle a investidores privados⁴⁵¹. Há, ainda, clubes que buscam atrair parceiros econômicos sem renunciar ao poder de controle, o que se demonstra algo com baixa probabilidade considerando a realidade do cenário do futebol nacional atual. De todo modo, pode-se verificar como possíveis cenários, os seguintes: (i) a falência da sociedade esportiva; (ii) a insolvência do clube fundador; (iii) e a falência ou insolvência do investidor (a depender se é uma pessoa física ou uma sociedade empresária). Em cada hipótese, diferentes consequências emergem.

3.3.1. FALÊNCIA DA SOCIEDADE ESPORTIVA (SAF OU OUTROS TIPOS SOCIETÁRIOS)

No caso da falência da sociedade esportiva, os bens pertencentes à entidade integrarão o ativo da massa falida e serão alienados para satisfação dos créditos habilitados. Nessa hipótese, impõe-se a análise acerca dos bens que foram efetivamente transferidos do patrimônio do clube fundador para a sociedade esportiva, distinguindo-os daqueles que permaneceram de titularidade do clube fundador e que foram

451 Dos 20 clubes participantes da Série A da época de 2024 e que adotam o modelo empresarial, apenas o Red Bull Bragantino (sociedade limitada) e o Cuiabá Esporte Clube (SAF) não têm um clube fundador como acionistas.

apenas objeto de acordos para utilização, como ocorre, por exemplo, na locação de equipamentos esportivos, como o estádio.

A Lei da SAF determina, em seu artigo 2º, §2º, incisos II e IV, que o clube fundador e a SAF deverão acordar os termos da “utilização e o pagamento de remuneração decorrente da exploração pela Sociedade Anônima do Futebol de direitos de propriedade intelectual de titularidade” do clube fundador. De tal previsão normativa, infere-se que esses ativos permanecem no patrimônio do clube fundador e não são automaticamente transferidos para a SAF.

Em relação às instalações esportivas, como estádio, arena e centro de treinamento, verifica-se que sua transferência à SAF é facultativa, nos termos do inciso V do mesmo dispositivo.

Cabe destacar que não há regramento específico para o caso de uma sociedade esportiva constituída como uma S/A ou uma sociedade limitada, de modo que caberá a análise dos instrumentos contratuais celebrados entre os sócios no que diz respeito aos ativos referidos.

De todo modo, ainda que bens essenciais à atividade do clube, como o estádio e o centro de treinamento, venham a integrar a massa falida, entendemos que os ativos que compõem a Identidade Esportiva do clube devem ser resguardados, retornando à administração do clube fundador, a fim de assegurar a continuidade de sua tradição e seu vínculo com a torcida.

Assim, entendemos que haveria maior segurança jurídica se fosse previsto expressamente que o clube fundador é o natural detentor da identidade esportiva do clube, devendo ser atribuída a ele sempre que a SAF for extinta.

3.3.2. INSOLVÊNCIA DO CLUBE FUNDADOR

Nessa hipótese, estar-se-ia diante da decretação da insolvência do clube associativo que constituiu a sociedade esportiva. Embora esse cenário seja pouco provável no Brasil, devido a fatores culturais e sociais, é fundamental que o ordenamento jurídico e seus operadores

estejam preparados para lidar com essa possibilidade, garantindo segurança jurídica e a adequada destinação dos ativos, especialmente aqueles relacionados à Identidade Esportiva.

Como visto, a liquidação do clube associativo geraria a alienação de seus ativos, incluindo ações e demais títulos mobiliários, para o pagamento das dívidas. Ademais, o Código Civil prevê que o remanescente do patrimônio líquido do clube, “será destinado à entidade de fins não econômicos designada no estatuto, ou, omissa este, por deliberação dos associados, à instituição municipal, estadual ou federal, de fins idênticos ou semelhantes.”⁴⁵², o que não é razoável de ocorrer no futebol profissional. Uma questão central que se impõe é a possibilidade de manutenção da sociedade esportiva sem a participação do clube fundador. À luz da Lei SAF, conclui-se que é possível, na medida em que a legislação admite a alienação da totalidade das ações do clube fundador. Nesse contexto, torna-se relevante garantir à sociedade esportiva o direito de preferência na aquisição dessas ações. Não sendo tal direito exercido, a alienação deverá submeter-se a mecanismos de controle externo, assegurando a necessária transparência e prevenindo a entrada de agentes econômicos indesejáveis no âmbito do futebol, garantindo não apenas a preservação da identidade do clube, mas também a estabilidade e integridade do mercado do futebol. Nesse sentido, propõe-se como solução a criação de um fundo de equilíbrio financeiro e sustentabilidade, a ser estruturado por iniciativa dos próprios clubes ou pela confederação nacional de futebol, com a finalidade específica de atuar em tais hipóteses. Este fundo teria por função adquirir as ações do clube insolvente, abstendo-se do exercício de direitos políticos ou sociais, funcionando como um guardião temporário da Identidade Esportiva. Tal mecanismo possibilitaria que torcedores e associados se mobilizassem, em tempo razoável, para a constituição de uma nova associação que viesse a adquirir a participação detida pelo fundo, desde que atendidos requisitos e condições previamente

452 Artigo 61.

estabelecidos, garantindo, assim, a continuidade da tradição e da identidade histórica da equipe.

3.3.3. FALÊNCIA/INSOLVÊNCIA DO INVESTIDOR

Nesse contexto, além das questões já analisadas, como a destinação dos equipamentos esportivos e dos direitos de propriedade intelectual, surge um aspecto crucial: a mudança no poder de controle do clube.

A arrecadação dos bens e ativos do investidor acionista majoritário inclui, naturalmente, suas ações na sociedade esportiva. Por isso, é fundamental garantir ao clube fundador o direito de preferência na aquisição dessas ações, assegurando a preservação de sua Identidade Esportiva.

Caso o clube fundador não tenha condições financeiras para exercer esse direito, torna-se necessário estabelecer um mecanismo de controle sobre quem assumirá essa posição. O fato é que, para garantir a integridade e a estabilidade do mercado do futebol, é imprescindível um controle externo sobre as mudanças no poder de controle dos clubes. Nesse sentido, a atuação de um fundo de equilíbrio financeiro e sustentabilidade pode ser uma alternativa viável, adquirindo temporariamente as ações até que um controlador adequado seja identificado.

A diversidade de modelos societários aplicáveis ao futebol revela a complexidade do tema. Diante desse cenário, muitas lacunas surgem, cabendo aos Tribunais, analisarem atentamente o regime falimentar pátrio e as especificidades do futebol.

3.4. A GESTÃO DA FALÊNCIA E O INSTITUTO DA CONTINUIDADE PROVISÓRIA DAS ATIVIDADES DO FALIDO

Como mencionado anteriormente, a competição esportiva, que coexiste com a competição comercial pela captação de novos

torcedores/consumidores por parte dos clubes, gera especificidades a este setor econômico.

A liquidação de um clube durante o curso de uma competição poderá ser extremamente danosa para o setor, não apenas do ponto de vista esportivo, como também do ponto de vista econômico e comercial.

Sob a ótica esportiva, uma mudança brusca na tabela do campeonato, com a saída repentina de uma equipe, atrapalha o planejamento esportivo de todos os rivais, além de causar um desequilíbrio na competição, beneficiando alguns clubes em detrimento de outros.

Já do ponto de vista econômico e comercial, verifica-se a existência de inúmeros acordos comerciais realizados com patrocinadores, redes de televisão (e demais mídias), dentre outros agentes econômicos, com base no número de jogos e clubes que participam do campeonato.

Esses patrocinadores planejam suas ações de ativação de marcas e produtos contando com esses dados⁴⁵³.

Por sua vez, os adquirentes dos direitos de transmissão celebram contratos com outros patrocinadores e parceiros, cujas contrapartidas econômicas são estruturadas em função de variáveis como o número de partidas a serem transmitidas, a quantidade de clubes participantes e, sobretudo, o perfil mercadológico dos clubes envolvidos, elemento

453 Recentemente, a liga inglesa de futebol profissional, responsável por administrar a primeira divisão nacional, (*Premier League*), anunciou um acordo bilionário e detalhadamente estruturado para vender seus direitos de transmissão até o ano de 2029. A *Sky Sports* adquiriu o direito de transmitir, ao vivo, um mínimo de 215 jogos por temporada, com determinados números de jogos de acordo com o dia da semana, o turno (manhã, tarde ou noite) e a fase do campeonato. A *TNT Sports* adquiriu o direito de transmitir, ao vivo, 52 jogos, também com especificações sobre os dias da semana, turnos e fase do campeonato. Já a *BBC Sport* adquiriu o direito de receber *highlights* (vídeos com os melhores momentos dos jogos) de todos os 380 jogos de cada temporada da *Premier League*. Ao analisar este caso, é possível perceber a importância, do ponto de vista comercial, de que a competição tenha credibilidade e transmita confiança e segurança ao mercado de que todas as partidas serão disputadas e que o torneio transcorrerá de forma estável do início ao fim. Disponível em: <https://www.premierleague.com/news/3807882>. Acesso em: 7 dez. 2023.

determinante para a definição do público-alvo e, consequentemente, para a estratégia de comunicação e exposição das marcas.

O risco de um campeonato não entregar o número de jogos prometidos prejudica sua credibilidade, reduzindo seu valor de mercado e seu poder de barganha em acordos comerciais. Isso é prejudicial para todas as partes envolvidas: clubes, federações, detentores dos direitos de transmissões, atletas, dentre outros. Por isso, a FIFA, que também tem o dever de prezar pela sustentabilidade do futebol como um negócio, preza pela estabilidade e pela continuidade dos campeonatos.

Dessa forma, evidencia-se a importância da possibilidade de continuidade provisória das atividades do clube de futebol que tenha sua falência ou insolvência decretada, permitindo a manutenção de suas operações sob administração de terceiro nomeado pelo juízo competente, enquanto perdurar o campeonato ou até que ocorra sua alienação integral.

Em muitos casos, a manutenção das operações do negócio do falido contribui para a maximização do valor do ativo, sendo economicamente mais vantajoso alienar o negócio em operação do que proceder à venda isolada de ativos inativos. A continuidade das atividades do falido acaba por preservar o valor intangível da empresa, ainda que os seus controladores e administradores não tenham mais condições de exercer suas funções e que sejam substituídos.

Ou seja, a manutenção das atividades do falido gera um ativo mais valioso do que a soma dos bens que compõem as forças produtivas em separado e inativas, o que aumenta o seu valor e gera a expectativa de uma liquidação mais frutífera aos credores.

Em análise comparativa, destacamos a Proposta de Diretiva para harmonizar determinados aspectos em matéria de insolvência (COM(2022) 702 final)⁴⁵⁴, publicada pela Comissão Europeia e destinada aos Estados-membros da União Europeia.

454 Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:8adadc6c-76e9-11ed-9887-01aa75ed71a1.0017.02/DOC_1&format=PDF. Acesso em: 10 jan. 2024.

Dentre outros temas abordados no referido documento, a comissão, ao tratar dos chamados processos *pre-pack*, aponta que, em regra geral, há uma presunção de que a venda da empresa⁴⁵⁵, no todo ou em parte, gera um valor superior em relação à liquidação fracionada dos bens do devedor, uma vez que as atividades da empresa se mantêm sem perturbações externas, mantendo o grau de confiança de partes interessadas, como credores, clientes e acionistas⁴⁵⁶.

Francisco Satiro, ao tratar sobre a recuperação judicial no Brasil (e que, em nosso entendimento, se aplica ao caso de continuidade provisória das atividades do falido), afirma que a mais valia gerada pela continuidade da empresa está relacionada com os benefícios gerados a todas as partes interessadas, incluindo o mercado e a sociedade em geral⁴⁵⁷.

Nesse sentido, discorre Nelson Abrão, que entende que a continuação das atividades do falido também beneficia a economia do local onde a empresa atua, bem como da região e a economia nacional⁴⁵⁸.

No Brasil, essa possibilidade está prevista no artigo nº 99, inciso XI, da Lei 11.101/2005, o qual informa que a sentença que decretar a falência do devedor deverá, dentre outras determinações, pronunciar-se a respeito da continuidade das atividades do falido ou, alternativamente, sobre a necessidade de sua interrupção, com a consequente lacração dos estabelecimentos.

455 Adotamos o conceito apresentado na Proposta de Diretiva que entende a “venda da empresa em atividade” como uma transferência da empresa, que pode ser no todo ou apenas em parte, para terceiro adquirente, em contraposição à venda dos bens do devedor de modo separado, de modo que as atividades da empresa não cessem, funcionando como uma unidade econômica produtiva de forma ininterrupta.

456 Considerandos (22) e (24) da Proposta de Diretiva.

457 SATIRO, F. O “dinheiro novo” como elemento de interpretação do conceito de “crédito existente” na recuperação judicial”. In: WAISBERG, I. (org.) *Temas em Direito da Insolvência - Estudos em homenagem ao Professor Manoel Justino Bezerra*. 1. ed. São Paulo: IASP, 2017. p. 350.

458 ABRÃO, N. *A continuação do negócio na falência*. 2. ed. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito LTDA., 1998. 157 p.

Cabe destacar que o ordenamento jurídico pátrio preza pela continuidade dos negócios, como podemos constatar a prevalência demonstrada na LRF pela venda da empresa de modo integral em detrimento da venda de ativos separados, ao elencar uma ordem de preferência que ditará a alienação dos bens do falido, sendo a alienação da empresa, a alienação dos seus estabelecimentos em bloco ou a venda de suas filiais ou unidades produtivas isoladas, as condições preferenciais de venda dos ativos.

Entretanto, alterações legislativas são necessárias, em nosso entendimento, para que se regule de forma mais apurada os procedimentos a serem realizados durante o exercício provisório das atividades do falido, criando maior segurança jurídica.

A Lei não se aprofunda sobre quais critérios devem ser analisados aquando da determinação da continuidade provisória das atividades do falido.

Marcelo Sacramone aponta para a necessidade de que a manutenção das atividades do falido seja mais benéfica à preservação da empresa, aos credores e à maximização do valor dos ativos do falido, sendo, dessa forma, de interesse da Massa Falida⁴⁵⁹.

Há de se ressaltar os esclarecimentos de Marco Antônio de Oliveira⁴⁶⁰, em que afirma que a autorização para a continuidade das atividades do negócio do falido deve ser excepcional, se fundamentando apenas quando tal manutenção for necessária para a conclusão de algum serviço extremamente relevante, por exemplo.

Fábio Ulhoa Coelho corrobora deste entendimento, acrescentando que fatores como a tradição da marca, assim como a existência de uma particular relevância socioeconômica da empresa podem justificar a manutenção provisória dos negócios do falido, para

459 SACRAMONE, M. M. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 4. ed. São Paulo: Editora Saraiva Educação, 2023. 469 p.

460 COSTA, D. C. DE MELO, A. N. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Editora Juruá, 2020. 91 p.

evitar o agravamento do prejuízo dos credores e, também, a geração de consequências danosas para a sociedade em geral⁴⁶¹.

Pontes de Miranda defende que seja analisada a conveniência, para que se determine a continuidade das atividades do devedor⁴⁶², conceito o qual entendemos ser bastante subjetivo. Rubens Requião indica que a continuidade das atividades de um devedor falido deve se basear na conveniência para seus clientes⁴⁶³. No futebol, ao considerarmos os torcedores como clientes, chegaremos à conclusão de que quase sempre haverá conveniência. Em suas lições, Adriana Pugliesi declara que a continuidade da empresa não deve agravar a situação do devedor⁴⁶⁴. Concordamos com tais análises e entendemos que as considerações referidas deveriam estar previstas no regime jurídico falimentar nacional, conferindo maior segurança jurídica aos procedimentos inerentes à continuidade provisória das atividades do falido.

A Lei também não estipula um prazo para a continuidade das atividades do falido. Fábio Ulhoa Coelho ressalta a importância de que haja celeridade para que um novo agente econômico assuma o controle das atividades⁴⁶⁵.

Nesse sentido, Marcelo Sacramone também defende a provisoriedade da continuidade as atividades do falido, a qual deve

461 COELHO, F. U. *Comentários à Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. 15 ed. São Paulo: Editora Thomson Reuters Brasil, 2021. 367 p.

462 DE MIRANDA, P. *Tratado de direito privado*. 8. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1971. tomo XXIX. 71 p.

463 REQUIÃO, R. *Curso de direito falimentar*. v.1. 16. Ed. São Paulo: Saraiva, 1995. 231 p.

464 GARDINO, A. V. P. *A falência e a preservação da empresa: compatibilidade?* 2012. 176 p. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2012. DOI 10.11606/T.2.2012.tde-19022013-102050. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-19022013-102050/publico/Adriana_Valeria_P_Gardino_integral.pdf. Acesso em: 1 fev. 2024.

465 COELHO, F. U. *Comentários à Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. 15 ed. São Paulo: Editora Thomson Reuters Brasil, 2021. 367 p.

perdurar até que haja as melhores condições para liquidar os ativos e satisfazer os credores⁴⁶⁶.

Em contraposição, Manoel Justino Bezerra Filho defende a possibilidade de que a continuidade das atividades do falido se estenda por um tempo mais longo, se os benefícios dessa continuidade perdurarem⁴⁶⁷.

Entendemos ser importante a estipulação de um prazo determinado para o exercício provisório das atividades do falido, ainda que com a possibilidade de prorrogação. A fixação de um prazo contribuirá para que os agentes envolvidos atuem com maior celeridade no processo de alienação do clube como um todo, enquanto a possibilidade de prorrogação assegura maior flexibilidade e reforça o controle judicial, exigindo que o tribunal reavalie a pertinência da extensão do período inicialmente estabelecido.

Ademais, é imprescindível que o clube falido esteja protegido contra constrições patrimoniais resultantes de execuções judiciais promovidas por credores, a fim de assegurar a continuidade operacional durante o exercício provisório de suas atividades.

Nesse período, é essencial que o administrador responsável concentre seus esforços na prospecção de interessados na aquisição do clube, na preservação do patrimônio existente e, se aplicável, na viabilização da participação da equipe nos jogos restantes.

Nesse sentido, a LRF determina que a sentença de decretação da falência deve ordenar a suspensão de todas as ações e execuções existentes contra o falido, com exceção das que demandarem quantia ilíquida (hipótese na qual o processo continua até que o valor perquirido seja torne-se líquido, não podendo, todavia, ser executado)⁴⁶⁸.

No âmbito do processo de falência de um clube de futebol, revela-se fundamental que o magistrado, após a manifestação do

466 SACRAMONE, M. M. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 4. ed. São Paulo: Editora Saraiva Educação, 2023. 469 p.

467 BEZERRA FILHO, M. J. *Lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005 comentada artigo por artigo*. 16. ed. São Paulo: Editora Thomson Reuters Brasil, 2022. 449 p.

468 Artigo nº 6º da LRF.

administrador judicial e parecer do Ministério Público, delimite expressamente quais ativos integrantes do patrimônio da Massa Falida serão considerados essenciais à continuidade das atividades do clube e que deverão ser alienados em conjunto. Ativos como a sede do clube social, o estádio e o centro de treinamento, por exemplo, são equipamentos esportivos vitais para as operações do clube.

Todavia, é possível que o clube também seja proprietário de bens que não sejam indispensáveis à atividade-fim relacionada à prática do futebol, como um centro comercial, por exemplo. Tais ativos podem ser alienados ainda que o clube esteja com suas operações em funcionamento provisório.

Sobre o profissional responsável por gerir as atividades do clube, deve-se, antes, analisar alguns dos efeitos da sentença de decretação da falência no Brasil.

A partir da leitura da LRF, observa-se que o falido é imediatamente afastado, estando inabilitado para exercer qualquer atividade empresarial, ainda que por meio de outra sociedade, desde a decretação da falência até a sentença que a extinguir⁴⁶⁹. Ou seja, pode-se interpretar que, no caso de continuidade das atividades do falido, outro profissional será responsável por administrar as atividades.

Em que pese alguns doutrinadores brasileiros defenderem que tal função caberá ao administrador judicial⁴⁷⁰, entendemos que o gestor responsável pelas operações do clube não deva ser, necessariamente, esse profissional, uma vez que tal função requer um conhecimento técnico específico. Isso não obsta, entretanto, que ele fiscalize a atividade do profissional contratado para gerir o clube neste período.

Cabe destacar que é possível a contratação de profissionais técnicos para assessorar o administrador judicial, diante da complexidade e especificidade do negócio, mediante autorização judicial.

469 Artigo nº 75 da LRF.

470 COELHO, F. U. *Comentários à Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. 15 ed. São Paulo: Editora Thomson Reuters Brasil, 2021. 367 p.

Contudo, há o risco de que o administrador judicial, ainda que bem assessorado, possa perder o foco de suas funções primordiais na gestão da falência, ao ter de desempenhar, obrigatoriamente, a função de gestor de um negócio complexo e extremamente peculiar como o futebol, além de ter de conviver com a pressão em razão dos resultados esportivos do clube. Ademais, revela-se fundamental que os atos praticados pelo gestor designado para a manutenção das atividades do clube durante o exercício provisório sejam objeto de rigorosa fiscalização. Tal fiscalização deve ser exercida não apenas pelo administrador judicial, mas também pelo Comitê de Credores (se constituído), pelo Ministério Público e pelo juízo falimentar.

Nesse sentido, Adriana Pugliesi declara que a exigibilidade de apresentação de um plano de gestão poderia ser uma boa ferramenta de controle⁴⁷¹.

Cabe destacar a previsão do “plano de falência” no artigo 82-C do projeto de lei nº 3, de 2024 (“PL”), que visa aprimorar o instituto da falência. Nos termos do referido PL, esse plano deve conter (i) informações como a proposta de gestão dos ativos da massa falida até sua alienação; (ii) o plano de realização dos ativos; (iii) as hipóteses em que os ativos poderão ser alienados sem avaliação prévia; (iv) o plano detalhado para o pagamento dos passivos; (v) a proposta de contratação de profissionais, empresas especializadas ou avaliadores; dentre outras informações pertinentes,

Entendemos ser pertinente a implementação desse plano, de modo a conferir maior transparência, bem como facilitar o controle e a fiscalização durante a continuidade provisória das atividades do falido.

Impende ressaltar que tal controle não deve “engessar” a administração do clube. Negociações triviais e inerentes ao negócio devem poder ser conduzidas livremente pelo gestor, sujeitas,

471 GARDINO, A. V. P. *A falência e a preservação da empresa: compatibilidade?* 2012. 176 p. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2012. DOI 10.11606/T.2.2012.tde 19022013-102050. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-19022013-102050/publico/Adriana_Valeria_P_Gardino_integral.pdf. Acesso em: 1 fev. 2024.

posteriormente, à fiscalização judicial por meio de uma prestação de contas. Caso se identifique má-fé por parte de terceiros, o gestor poderá ser responsabilizado, e o ato, anulado.

O funcionamento de um clube demanda diversas ações e negociações corriqueiras que requerem maior agilidade e flexibilidade para que o clube tenha um funcionamento normal. Nesse sentido, leciona Marcelo Sacramone, ao afirmar que o administrador judicial poderá, no contexto brasileiro, alienar bens do falido sem prévia autorização judicial, desde que tais alienações estejam relacionadas com o natural desenvolvimento da atividade econômica e que os bens alienados sejam integrantes do ativo circulante. Assim, o administrador judicial poderá realizar negócios jurídicos como a comercialização de produtos e serviços, aquisição de bens e mercadorias, dentre outros⁴⁷².

No que diz respeito à renda auferida pelo falido durante a continuidade provisória de suas atividades, deve-se delinear qual deve ser seu destino e qual o nível de discricionariedade do administrador judicial (ou do gestor responsável pela administração do clube) na utilização desses recursos.

O regime jurídico falimentar brasileiro estabelece que as despesas cujo pagamento antecipado seja indispensável à administração da falência, incluindo nos casos de continuação provisória das atividades da empresa, deverão ser pagas pelo administrador judicial com os recursos existentes no caixa da Massa Falida⁴⁷³, sendo certo que tais pagamentos demandam a posterior prestação de contas.

Muitas vezes, numa falência, algumas despesas são necessárias para preservar o ativo da Massa Falida, garantir sua segurança, dentre outras questões. Além disso, há as despesas inerentes à continuidade da atividade econômica da falida, como salários e pagamento de fornecedores.

Adriana Pugliesi esclarece que a gestão do patrimônio deve, dentre outros fundamentos, prever que as obrigações oriundas da

472 SACRAMONE, M. M. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 4. ed. São Paulo: Editora Saraiva Educação, 2023. 469 p.

473 Artigo nº 150 da LRF.

continuidade do negócio devem ser suportadas pelos rendimentos gerados pela própria atividade⁴⁷⁴, o que, em nosso entendimento, é adequado, uma vez que preserva o patrimônio constituído anteriormente ao deferimento da continuidade do negócio, resguardando, assim, os interesses dos credores.

No que diz respeito à eventual transferência das dívidas da falida para o agente que adquirir o clube como um todo, é necessário avaliar a questão com o devido cuidado. Sob a luz do ordenamento jurídico brasileiro, constata-se que a UPI é vendida livre de ônus e encargos⁴⁷⁵, com algumas exceções. Na falência, na alienação conjunta dos ativos (a empresa como um todo), ou mesmo na venda fracionada, tem-se que o objeto alienado estará livre de qualquer ônus, não cabendo, ainda, a sucessão nas obrigações do falido, por parte do sucessor.

Ainda que se trate de obrigações tributárias ou trabalhistas, as dívidas não seguem para o adquirente. Os funcionários do clube devedor que sejam contratados pelo adquirente, estarão sob vigência de novos contratos de trabalho.

Dessa forma, o clube que seja vendido como um todo estaria livre das dívidas oriundas do processo de falência. Em nosso entendimento, esta é uma acertada opção do Legislador pátrio, uma vez que torna o bem mais atrativo para potenciais adquirentes.

A Lei prevê como exceções, as hipóteses em que o adquirente seja (i) o sócio da sociedade falida ou de sociedade que seja controlada pelo falido; (ii) parente, em linha reta ou colateral até o quarto grau, consanguíneo ou afim, do falido ou de sócio da sociedade falida; e (iii) um agente a serviço do falido para cometer uma fraude.

Também concordamos com as exceções apresentadas. Com o avanço dos conglomerados esportivos (*multiclub ownership*), ou seja, grupos empresariais que detêm participação societária em diferentes

474 GARDINO, A. V. P. *A falência e a preservação da empresa: compatibilidade?* 2012. 177 p. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2012. DOI 10.11606/T.2.2012.tde-19022013-102050. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-19022013-102050/publico/Adriana_Valeria_P_Gardino_integral.pdf. Acesso em: 1 fev. 2024.

475 Artigo nº 141 da LRF.

clubes de futebol, é necessário que se busque evitar eventuais tentativas de fraudes aos credores.

Na hipótese de o clube falido ser adquirido por algum integrante do conglomerado, concordamos com a transmissão das obrigações ao clube sucessor, como será tratado mais adiante.

A Lei indica, inclusive, que caso a venda de uma UPI esteja prevista no plano de recuperação judicial não haverá sucessão do adquirente nas obrigações do devedor de nenhuma natureza, incluindo as demandas de origem ambiental, regulatória, administrativa, penal e previstas no regime jurídico de anticorrupção vigente no país⁴⁷⁶. Entendemos que tal previsão pode ser extensível aos casos de falência.

Deve-se salientar que, uma vez reconhecida a inevitabilidade da liquidação do clube, esta deve ser promovida de forma célere, evitando-se a indevida postergação de uma situação que possa agravar prejuízos ao mercado, aos credores e às demais partes interessadas. Um sistema que facilite a rápida liquidação do clube, ao invés de permitir que entidades insolventes perdurem, como “moribundos”, sobrevivendo dia após dia, contando com pontuais benesses estatais, é muito mais eficiente e mais benéfico para todas as partes envolvidas.

Decerto, a decretação da falência de um clube de futebol tradicional terá grande repercussão social, o que pode estimular a adoção de expedientes destinados a postergar ou evitar a liquidação da entidade. Todavia, o ordenamento jurídico deve estar devidamente estruturado para essas situações, assegurando a efetividade do processo falimentar. A instituição de um regime jurídico-esportivo específico para disciplinar a insolvência de clubes de futebol contribuirá para a segurança jurídica.

4. PÓS-FALÊNCIA

Para além dos mecanismos de prevenção e de gestão da falência, um regime de insolvência do futebol deve prever instrumentos

476 Artigo nº 60, parágrafo único da LRF.

para lidar com o momento posterior à liquidação do clube, quando nenhuma medida for suficiente para garantir a alienação do clube em funcionamento.

Diante disso, um regime normativo de insolvência de clubes de futebol deve prever mecanismos que permitam a liquidação célere da entidade, viabilizando permitir sua refundação esportiva dentro de um ambiente mais sustentável.

Além disso, é importante que se observe possíveis mecanismos sancionatórios àqueles que deram causa, por culpa ou dolo, à falência (insolvência) de um clube.

4.1. REFUNDAÇÃO ESPORTIVA

O conceito de refundação esportiva adotado neste trabalho refere-se à possibilidade de ser feita uma nova filiação de um clube nas federações esportivas para a participação das competições profissionais, com a mesma Identidade Esportiva de um clube falido, recomeçando sua trajetória esportiva a partir das divisões inferiores.

A sucessão esportiva do clube falido permitirá que seu histórico, seus emblemas, dentre outros bens (tangíveis e intangíveis) que individualizam a entidade esportiva e que garantem a ligação afetiva com os torcedores, sejam transferidos a uma nova pessoa coletiva.

Assim, a falência apenas interromperia a existência esportiva do clube que, ao ser refundado esportivamente, poderia dar sequência à sua trajetória esportiva. Dessa forma, é possível que os torcedores do clube falido retornem ao mercado do futebol nacional, uma vez que se identificarão com o novo clube, que, apesar de estar constituído sob a forma de uma entidade legal distinta, carrega a Identidade Esportiva do clube falido.

Nesse contexto, há de se abordar o conceito de *fresh start*, consagrado no direito falimentar estadunidense, no *Bankruptcy Code*, em analogia com o conceito de refundação esportiva.

Esse conceito orienta o ordenamento jurídico para a implementação de diferentes instrumentos que contribuam para o retorno do devedor à atividade econômica. Pode-se constatar que um dos objetivos do sistema falimentar estadunidense é proporcionar ao devedor, um recomeço⁴⁷⁷.

Destaca-se o precedente da Suprema Corte daquele país, de 1934, o qual esclareceu que “um dos principais objetivos da Lei de Falências é aliviar o devedor honesto do peso de um endividamento opressivo e permitir que ele comece de novo, livre das obrigações e responsabilidades resultantes de infortúnios comerciais” (tradução nossa)⁴⁷⁸.

Ou seja, busca-se que o empreendedor falido possa retornar ao ambiente negocial brevemente, como forma de estimular a atividade econômica.

Sob a influência desse instituto, o Legislador nacional, em reforma à LRF, por meio da Lei 14.112/2020, suavizou os critérios que determinam a extinção das obrigações do falido, dispostas no artigo 158 do referido normativo.

A partir do entendimento desse conceito, é possível fundamentar que o regime jurídico de insolvência empresarial, em articulação com os regulamentos esportivos, deve assegurar que clubes de futebol em situação de falência possam ser refundados esportivamente de maneira célere e com segurança jurídica, preservando a continuidade da atividade esportiva e mitigando os impactos sociais e econômicos decorrentes da falência.

Assim, tem-se que o conceito de *fresh start* revela-se como um princípio essencial para garantir a possibilidade de refundação esportiva de clubes, evitando que sua Identidade Esportiva seja permanentemente eliminada do sistema esportivo, ou que encontre barreiras severas para seu retorno.

477 Disponível em: <https://www.uscourts.gov/court-programs/bankruptcy/bankruptcy-basics/process-bankruptcy-basics>. Acesso em: 7 mar. 2025.

478 Local Loan Co. v. Hunt, 292 U.S. 234 (1934). Disponível em: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/292/234/>. Acesso em: 7 mar. 2025.

Os principais desafios que devem ser enfrentados se referem a (i) como definir que a nova entidade jurídica é legítima para ostentar a Identidade Esportiva do falido, adquirindo o direito de uso e propriedade das marcas e dos distintivos e dar seguimento à trajetória esportiva do clube; (ii) se é possível transferir as obrigações ao novo clube, como as dívidas e sanções esportivas, numa situação de sucessão das obrigações; e (iii) sobre a extinção das obrigações do falido, no âmbito do futebol, e sua eventual responsabilização.

Em razão da delimitação do objeto do presente estudo, não nos aprofundaremos na análise dos critérios de definição da legitimidade para suceder o clube falido.

4.1.1. SUCESSÃO NAS OBRIGAÇÕES DO FALIDO

Em relação a uma eventual sucessão nas obrigações do clube falido nos casos em que há a efetiva liquidação do clube, com sua extinção e, posteriormente, sua refundação esportiva, entendemos não haver, em regra, a transmissão das obrigações, salvo em casos específicos.

Com a liquidação dos ativos do devedor, tem-se que as dívidas deverão ser suportadas pelos valores obtidos pela massa falida no processo de arrecadação e alienação dos ativos da massa.

No que diz respeito às sanções esportivas impostas oriundas de dívidas, entendemos que só devem ser assumidas pelo novo clube em casos excepcionais.

Quando verificada a ocorrência de fraude (sem que se revogue o ato com base no regime de ineficácia subjetiva previsto no artigo 130 da LRF), ou, ainda, quando identificada a existência de determinado grau de vinculação entre a entidade que busca suceder a Identidade Esportiva do clube falido e o novo clube (como, por exemplo, quando ambos integrem o mesmo grupo empresarial), revela-se pertinente a transmissão das sanções esportivas à nova entidade, ressalvada a hipótese de declaração de nulidade da sucessão esportiva.

Ademais, caso a situação concreta envolva a falência de uma SAF vinculada a um clube associativo fundador, entendemos que as sanções esportivas devem ser igualmente transmitidas à nova SAF eventualmente constituída por este clube. Não obstante, defende-se que tal circunstância não deve acarretar qualquer impedimento à constituição de nova sociedade pelo clube fundador, de forma a viabilizar a continuidade imediata de suas atividades esportivas após a liquidação e desfiliação da entidade falida.

Dessa forma, entendemos que a sucessão dessa nova entidade nas obrigações pecuniárias e sanções esportivas deva ocorrer apenas em situações excepcionais, previstas em lei e nos regulamentos esportivos, como uma forma de estimular que terceiros se interessem em investir seu capital para dar continuidade esportiva ao clube e, assim, fomentar o mercado do futebol nacional.

4.1.2. RESPONSABILIDADES E EXTINÇÃO DAS OBRIGAÇÕES DO FALIDO NO FUTEBOL PROFISSIONAL

De início, entendemos que o simples fato de alguém ter sido acionista majoritário ou administrador de um clube que tenha passado por um processo formal de falência (ou insolvência) não deve, por si só, constituir um impedimento automático para sua atuação no mercado do futebol.

No entanto, é essencial que se responsabilize aqueles que agiram com culpa grave ou dolo, como forma de preservar o ecossistema da modalidade, sem impor restrições desproporcionais à livre iniciativa e à reinserção de profissionais e investidores no setor.

No Brasil, a falência gera a inabilitação do falido para exercer qualquer atividade empresarial entre a decretação da falência e a data da sentença que extinguir as suas obrigações⁴⁷⁹.

Trata-se de um efeito automático que ocorre a partir da sentença de decretação da falência e que tem como objetivo evitar que o falido

479 Artigo nº 102 da LRF.

continue contraindo obrigações, podendo agravar a situação dos credores, em razão do aumento do passivo⁴⁸⁰.

A Lei também prevê o impedimento para o exercício de cargo e função em conselho de administração, diretoria ou gerência de sociedade empresárias que estejam sujeitas à LRF, e para gerir empresa por mandato ou por gestão de negócio, para os casos em que a pessoa for condenada por algum dos crimes falimentares previstos na Lei.

Cumprе destacar que a LRF, em seu artigo 181, prevê a inabilitação para o exercício de atividade empresarial por 5 anos para o caso de condenação por algum dos crimes falimentares previsto na própria Lei. Entretanto, entendemos que a inabilitação empresarial esportiva deve ocorrer ainda que não haja o cometimento de crime.

A Lei Geral do Esporte (Lei nº 14.597/2023) trata da responsabilização dos gestores esportivos, prevendo critérios de inelegibilidade e impedimentos para exercer funções de direção em entidades esportivas.

Nos termos do artigo 65, § 2º, inciso IV, são inelegíveis para os cargos e funções eletivos ou de livre nomeação, “administradores, sócios-gerentes ou dirigentes de empresas que tenham tido sua falência decretada”, pelo prazo de 10 anos. Trata-se de uma inabilitação para a administração esportiva destinada a esses indivíduos.

Ainda que represente um avanço legislativo sobre o tema, entendemos que o mais adequado seria que tal inabilitação se destinasse tão somente àqueles que tivessem dado causa à falência, ou que tivessem agravado substancialmente a situação de insolvência da entidade.

Como esclarece Fábio Ulhoa Coelho, a crise de uma empresa não decorre necessariamente de uma administração ruim ou de atos ilícitos⁴⁸¹. Nesse sentido, Macedo declara que é pertinente que se sancione de forma severa o desregramento do comércio, não devendo,

480 SACRAMONE, M. B. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 4 ed. São Paulo: Editora Saraiva Educação, 2023. 475 p.

481 COELHO, F. U. *Manual de Direito Comercial: direito de empresa*. 33. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022. 182 p.

porém, haver exageros⁴⁸². R. M. Goode esclarece que o mero fato de uma empresa se tornar insolvente ou, ainda, manter suas operações enquanto estiver em situação de insolvência, não representa um crime, tampouco um ilícito civil do ponto de vista falimentar. Apenas se comprovada a existência de condutas comerciais inadequadas, no que diz respeito aos ilícitos falimentares, é que poderá ser aplicada a responsabilização penal e civil do infrator⁴⁸³.

Assim, destacamos o instituto da Qualificação da Insolvência previsto no regime jurídico de insolvência português, disposto no Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (“CIRE”). Seu objetivo é verificar a ocorrência de culpa por parte de algum indivíduo no surgimento ou no agravamento da situação de insolvência do devedor, de modo a aplicar sanções⁴⁸⁴ aos responsáveis⁴⁸⁵.

Essa qualificação acarreta determinadas consequências às pessoas por ela afetadas, como a inabilitação temporária para o exercício do comércio e o impedimento para ocupar determinados cargos.

A partir do referido instituto, é possível determinar se a insolvência foi culposa ou fortuita⁴⁸⁶. Nos termos do artigo 186º, nº 1, do CIRE, a insolvência será culposa nos casos em que a situação de insolvência tiver sido originada ou agravada pela atuação, dolosa ou com culpa grave, do devedor ou de seus administradores (de fato ou de direito), nos 3 anos anteriores ao início do processo de insolvência. Além disso, se faz necessário que haja um nexo causal entre a conduta realizada e o resultado (agravamento ou origem do processo)⁴⁸⁷.

482 MACEDO, P. S. *Manual de Direito das Falências*. v. 1. Coimbra: Almedina, 1964. 12 p.

483 GOODE, R. M. *Principles of Corporate Insolvency Law*. Londres: Sweet & Maxwell, 1990. 25 p.

484 Impende destacar o previsto no artigo 185º do CIRE que afirma que a qualificação da insolvência não vincula para efeitos de decisão penal ou de referente à responsabilidade civil.

485 SERRA, C. *Lições de Direito da Insolvência*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2021. 152 p.

486 Artigo 185º do CIRE.

487 MARTINS, A. S. *Um Curso de Direito da Insolvência*. 3. ed. Coimbra: Editora Almedina, 2021. 508 p.

Além disso, o mesmo artigo impõe a inibição para o exercício de “qualquer cargo de titular de órgão de sociedade comercial ou civil, associação ou fundação privada de atividade econômica, empresa pública ou cooperativa”.

Entendemos que o modelo português é mais adequado no que se refere ao impedimento decorrente da falência, uma vez que busca afastar da atividade empresarial apenas aqueles que, por dolo ou culpa grave, tenham incorrido em desvios relevantes no exercício de suas funções.

Por outro lado, aqueles que agiram com culpa leve ou sem nexo causal com o evento da falência não são penalizados com as restrições mencionadas. Ao adotar esse critério, a regulação assegura que agentes idôneos possam permanecer no mercado, contribuindo para a sustentabilidade e o desenvolvimento do setor, sem impor barreiras excessivas à livre iniciativa.

Dessa forma, a Lei deve prever a possibilidade de inabilitação empresarial esportiva aos indivíduos que tenham agido com culpa grave ou dolo para a situação de insolvência de um clube e de entidades de outros ramos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Pode-se concluir que o futebol representa uma atividade econômica com características próprias que alteram por completo sua dinâmica, devendo o Legislador e o Dirigente Esportivo criarem normas que conciliem o sistema esportivo com o ordenamento jurídico ordinário, principalmente no que diz respeito aos eventos de insolvência de clubes de futebol.

Nesse sentido, a elaboração de um sistema de normas legais e esportivas que tratem desses casos se faz necessária para o sucesso esportivo e comercial do mercado do futebol brasileiro.

REFERÊNCIAS

ABRÃO, N. *A continuação do negócio na falência*. 2. ed. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito LTDA., 1998.

AYOUB, L. R. CAVALLI, C. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. 4. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2020.

BEZERRA FILHO, M. J. *Lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005 comentada artigo por artigo*. 16. ed. São Paulo: Editora Thomson Reuters Brasil, 2022.

BRANCO, J. M. *Responsabilidade patrimonial e insolvência culposa*. Coimbra: Editora Almedina, 2015.

CAMPINHO, S. M. S. *Curso de Direito Comercial: falência e recuperação de empresa*. 11. ed. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2020.

- *Falência e recuperação de empresa: o novo regime da insolvência empresarial*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

COELHO, F. U. *Comentários à Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. 15 ed. São Paulo: Editora Thomson Reuters Brasil, 2021.

Manual de Direito Comercial: direito de empresa. 33. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022.

CORDEIRO, A. M. Perspectivas evolutivas do Direito da Insolvência. *Revista de Direito das Sociedades*. n.3. 2012. p. 551-591.

COSTA, D. C. DE MELO, A. N. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Editora Juruá, 2020.

DE ASSUMPÇÃO ALVES, ALEXANDRE FERREIRA; BUTRUCÉ, VITOR. A recuperação judicial de clubes de futebol na Lei 14.193/2021: notas

à luz do caso Coritiba FC. *Revista Jurídica* (0103-3506). v. 4. n. 71. 2022. p. 648 - 690.

GARDINO, A. V. P. A falência e a preservação da empresa: compatibilidade? 2012. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2012. DOI 10.11606/T.2.2012.tde-19022013-102050. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-19022013-102050/publico/Adriana_Valeria_P_Gardino_integral.pdf.

GOODE, R. M. *Principles of Corporate Insolvency Law*. Sweet & Maxwell: Londres, 1990.

JACKSON, T. H. *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Washington, D.C.: Beard Books, 2001.

LEITÃO, A. M. *Direito da insolvência*. Lisboa: Editora AAFDL, 2017.

LEITÃO, L. M. T. M. *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas: anotado*. 12. ed. Coimbra: Almedina, 2022.

- *Direito da Insolvência*. 10. ed. Coimbra: Almedina, 2021.

MACEDO, P. S. *Manual de Direito das Falências*. v. 1. Coimbra: Almedina, 1964.

MARTINS, A. S. *Um Curso de Direito da Insolvência*. 3. ed. Coimbra: Editora Almedina, 2021.

- *Estudos de Direito da insolvência*. Coimbra: Editora Almedina, 2018. DE MIRANDA, P.

- *Tratado de direito privado*. 8. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1971. tomo XXIX.

MACHADO, J. G. Deveres do Super-Administrador de Insolvência no Âmbito dos (futuros) Pre-Packs. *Revista de Direito Comercial*. 2023. p. 1419. Disponível em: Deveres do “Supervisor-Administrador de Insolvência” no âmbito dos (futuros) Pre-Packs — Revista de Direito Comercial. Acesso em: 8 jan. 2023.

MOTTA, L. C. P. *O Mito do Clube-Empresa*. Belo Horizonte: Editora Sporto, 2020. REQUIÃO, R. *Curso de direito falimentar*. v.1. 16. Ed. São Paulo: Saraiva, 1995.

SACRAMONE, M. M. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 4. ed. São Paulo: Editora Saraiva Educação, 2023.

SALOMÃO, L. F. PENALVA, P. S. *Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência: teoria e prática*. 7. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2020.

SATIRO, F. O “dinheiro novo” como elemento de interpretação do conceito de “crédito existente” na recuperação judicial”. In: WAISBERG, I. (org.) *Temas em Direito da Insolvência*

- *Estudos em homenagem ao Professor Manoel Justino Bezerra*. 1. ed. São Paulo: IASP, 2017.

SERRA, C. *Lições de Direito da Insolvência*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2021.

- *O Novo Regime Português da Insolvência: uma introdução*. 2. ed. Coimbra: Almedina. 2005.

TOMAZETTE, M. *Curso de direito empresarial: Falência e recuperação de empresas*. 13. ed. v. 3. São Paulo: Atlas, 2022.

FIANÇA BANCÁRIA NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL: MUDANÇAS RECENTES NO ENTENDIMENTO DO STJ

BANK SURETY IN JUDICIAL REORGANIZATION: RECENT CHANGES IN THE STJ'S UNDERSTANDING

Caio de Magalhães Brega (Universidade de São Paulo - USP)⁴⁸⁸

Augusto Corazza Marques (Universidade de São Paulo - USP)⁴⁸⁹

Resumo: Em 2024, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) mudou seu entendimento a respeito do tratamento dado ao crédito do banco fiador que se sub-roga em dívida sujeita à recuperação judicial. Anteriormente, o tribunal seguia a posição firmada no âmbito do recurso especial nº 1.860.368/SP, em que se entendeu que o crédito do fiador não se sujeitaria à recuperação judicial. Com o julgamento do recurso especial nº 2.123.959/GO, em agosto de 2024, passou-se a adotar o entendimento oposto. O objetivo deste trabalho é analisar o movimento da jurisprudência por meio do estudo das regras de sub rogação do Código Civil e do marco temporal para a sujeição de créditos à recuperação judicial, previsto na Lei nº 11.101/2005. Ao final, concluímos que a mudança jurisprudencial foi adequada, sob a perspectiva do direito civil, uma vez que a sub-rogação não faz surgir um crédito até então inexistente, mas tão somente altera o polo ativo do crédito anterior, que mantém seus atributos originais. Além disso, a nova posição do STJ se coaduna com a interpretação sistemática e teleológica da Lei nº 11.101/2005, que visa a incentivar o fornecimento de novos recursos à devedora e, ao mesmo tempo, permitir que as dívidas preexistentes da recuperanda sejam novadas pelo plano de recuperação judicial.

488 Graduando na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (2021-2025). Estagiário do escritório E. Munhoz Advogados desde 2022.

489 Graduando na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (2021-2025). Estagiário do escritório E. Munhoz Advogados desde 2022.

Palavras-chave: direito comercial; recuperação judicial; jurisprudência; Superior Tribunal de Justiça (STJ); fiança bancária; sub-rogação; fato gerador.

Abstract: In 2024, the *Superior Tribunal de Justiça* (STJ) changed its understanding regarding the treatment given to a guarantor bank's claim that is subrogated to a debt subject to judicial reorganization. Previously, the court followed the position established in special appeal number 1.860.368/SP, in which it was understood that the credit of the guarantor would not be subject to judicial reorganization. With the judgment of special appeal number 2.123.959/GO, in August 2024, the opposite position was adopted. The goal of this paper is to analyze the movement in case law by studying the subrogation rules of the Brazilian Civil Code and the time frame for subjecting claims to judicial reorganization, provided for in Law 11.101/2005. In the end, we conclude that the change in case law was appropriate from a civil law perspective, since subrogation does not create a previously non-existent claim, but only changes the active position of the previous claim, which retains its original attributes. In addition, the STJ's new position is in line with the systematic and teleological interpretation of Law 11.101/2005, which aims to encourage the provision of new resources to the debtor and, at the same time, allow the debtor's pre-existing debts to be novated by the judicial reorganization plan.

Keywords: corporate law; judicial reorganization; case law; *Superior Tribunal de Justiça* (STJ); bank surety; subrogation; triggering event.

1. Introdução. 2. Entendimento superado. Recurso Especial Nº 1.860.368/SP. 3. Novo entendimento. Recurso Especial Nº 2.123.959/GO; 4. Análise da mudança jurisprudencial. 4.1. Fiança bancária; 4.2. A sub-rogação sob a perspectiva do direito civil; 4.3. Análise sistemática e teleológica da sub-rogação conforme a LFR. 5. Conclusões.

1. INTRODUÇÃO

O credor sujeito à recuperação judicial conserva seus direitos contra fiadores e coobrigados, conforme o art. 49, § 1º, da Lei nº 11.101/2005 (LFR)⁴⁹⁰. No entanto, o fiador que paga uma dívida sujeita à recuperação judicial passa a ser credor do devedor principal – ou seja, credor da recuperanda. Quando isso ocorre, é preciso estabelecer qual o fato gerador do crédito titularizado pelo fiador para que se determine se ele se sujeita ou não à recuperação judicial⁴⁹¹.

Em maio de 2020, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) decidiu que o fato gerador do crédito do fiador em face do afiançado, decorrente do acionamento da fiança, seria o pagamento, pelo fiador, da dívida inadimplida pelo devedor principal⁴⁹². O crédito em questão foi excluído dos efeitos da recuperação judicial porque, no caso concreto, seu fato gerador seria posterior ao pedido de recuperação judicial.

Esse entendimento foi replicado em ao menos dois outros acórdãos do STJ nos anos seguintes⁴⁹³, mas mudou com o julgamento do recurso especial (REsp) nº 2.123.959/GO, em agosto de 2024, de relatoria do ministro Ricardo Villas Bôas Cueva⁴⁹⁴. Neste caso, a

490 “Art. 49. § 1º Os credores do devedor em recuperação judicial conservam seus direitos e privilégios contra os coobrigados, fiadores e obrigados de regresso.”

491 A sujeição de créditos à recuperação judicial é determinada pela regra do *caput* do art. 49 da LFR: “Estão sujeitos à recuperação judicial todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos”. A interpretação do art. 49 é norteadada pela tese firmada Tema Repetitivo nº 1.051 do STJ, que estabeleceu que “para o fim de submissão aos efeitos da recuperação judicial, considera-se que a existência do crédito é determinada pela data em que ocorreu o seu fato gerador”. Assim, submete-se à recuperação judicial o crédito cujo fato gerador é anterior ao pedido de recuperação judicial, ao passo que o crédito cujo fato gerador é posterior ao pedido é considerado não sujeito.

492 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 1.860.368/SP, Rel. Min. Nancy Andrighi, 3ª Turma, j. em 05.05.2020, DJe 11.05.2020.

493 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. AgInt nos EDcl no AgInt no AREsp nº 1.287.497/RJ, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, 3ª Turma, j. em 01.03.2021, DJe 03.03.2021; STJ, AgInt no REsp nº 2.078.245/RJ, Rel. Min. Humberto Martins, 3ª Turma, j. em 08.04.2024, DJe 12.04.2024.

494 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 2.123.959/GO, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3ª Turma, j. em 13.08.2024, DJe 28.08.2024.

Terceira Turma considerou que o fato gerador do crédito do fiador seria o mesmo fato gerador do crédito garantido, uma vez que o pagamento da fiança tão somente alteraria o polo ativo da relação creditícia existente, sem gerar um novo crédito em favor do fiador. Apenas a ministra Nancy Andrighi declarou voto em sentido contrário, em que rechaçou a mudança de entendimento e reiterou os fundamentos do voto proferido no julgamento do REsp nº 1.860.368/SP.

O novo entendimento da Terceira Turma foi replicado em outro julgado recente⁴⁹⁵, que faz referência ao acórdão proferido no âmbito do REsp nº 2.123.959/GO. Apesar de tratar de seguro-garantia, não de fiança bancária, o acórdão se aproveita da fundamentação do REsp nº 2.123.959/GO referente à sub-rogação em crédito sujeito à recuperação judicial.

Este artigo é fruto de um estudo da fiança bancária na recuperação judicial à luz dos acórdãos recentemente proferidos pelo STJ que tratam do tema e está dividido em três seções. No próximo capítulo, será exposto o entendimento firmado pelo STJ no REsp nº 1.860.368/SP. No capítulo seguinte, explica-se a mudança de posicionamento com o REsp nº 2.123.959/GO. Em seguida, será realizada uma análise mais abrangente do tema sob a perspectiva das regras de direito civil e da sistemática da LFR.

Ao final, concluímos que o novo entendimento, adotado no voto vencedor do ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, está em harmonia com o sistema jurídico brasileiro e deve ser adotado pelos tribunais quando se discutir a sujeição do crédito do fiador que paga crédito sujeito à recuperação judicial.

495 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. AgInt no AREsp nº 2.542.338/SP, Rel. Min. Moura Ribeiro, 3ª Turma, j. em 16.09.2024, DJe 18.09.2024.

2. ENTENDIMENTO SUPERADO. RECURSO ESPECIAL Nº 1.860.368/SP

O REsp nº 1.860.368/SP trata de sociedade que, antes de pedir recuperação judicial, havia contratado fianças bancárias para garantir suas dívidas. Quando os credores acionaram as garantias, logo após o pedido de recuperação, o banco fiador realizou o pagamento das dívidas, tornou-se credor da recuperanda e passou a buscar a inclusão de seus créditos na relação de credores da devedora.

Tanto o juízo de primeira instância quanto a Segunda Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP) negaram o pedido de habilitação do crédito, por entender que ele se constituía apenas no momento do pagamento da dívida pelo banco fiador, após o pedido de recuperação judicial. Diante disso, para obter o reconhecimento da submissão do crédito do banco fiador à sua recuperação judicial, a devedora interpôs o recurso especial em análise.

Em maio de 2020, a Terceira Turma do STJ negou provimento ao recurso especial e decidiu, por unanimidade, que o crédito do banco recorrido não se sujeitaria aos efeitos da recuperação judicial. Isso porque, embora derivado de uma garantia pessoal prestada antes do pedido de recuperação judicial, o crédito só teria se constituído quando o fiador pagou a dívida.

Em seu voto, a ministra relatora Nancy Andrichi argumenta que a relação jurídica entre fiador e afiançado estabelecida pelo contrato de fiança não se confundiria com a relação que surge entre eles quando o fiador paga a dívida. A obrigação que o contrato de fiança cria para o fiador possuiria caráter meramente acessório e potencial, sem que dela decorresse um “dever jurídico de caráter patrimonial” em favor do fiador. Esse dever jurídico só surgiria com o pagamento da dívida pelo fiador, que, na visão da relatora, criaria uma relação obrigacional até então inexistente entre o fiador e o afiançado.

Assim, a data do pagamento pelo fiador – posterior ao pedido de recuperação judicial – foi considerada como fato gerador do crédito, o

que levou a Terceira Turma a concluir por sua não sujeição aos efeitos da recuperação judicial.

3. NOVO ENTENDIMENTO. RECURSO ESPECIAL Nº 2.123.959/GO

O REsp nº 2.123.959/GO, assim como o REsp nº 1.860.368/SP, trata da sujeição do crédito de um banco que outorgou cartas de fiança a duas dívidas. Ambas as dívidas haviam sido contraídas antes do pedido de recuperação judicial da devedora, e as cartas de fiança também foram concedidas antes da data do pedido.

Durante a recuperação judicial, ambos os beneficiários das fianças – credores da recuperanda – acionaram suas garantias pessoais e exigiram o pagamento das dívidas pelo banco fiador. A dívida foi paga e, com isso, o banco se tornou credor da recuperanda. Ato contínuo, a devedora ajuizou impugnação de crédito para incluir o crédito do banco em sua relação de credores e pagá-lo nos termos de seu plano de recuperação judicial.

A impugnação foi acolhida em primeiro grau, com o reconhecimento da sujeição do crédito à recuperação judicial. O banco interpôs agravo de instrumento contra a decisão que julgou a impugnação de crédito procedente, e a Terceira Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado de Goiás (TJGO) deu provimento ao recurso, por unanimidade, por entender que o crédito não se submeteria à recuperação judicial.

Contra esse acórdão, a recuperanda interpôs recurso especial, julgado pela Terceira Turma do STJ em agosto de 2024. Por maioria, foi dado provimento ao recurso para determinar que o crédito do banco se sujeitaria aos efeitos da recuperação judicial.

O ministro relator Ricardo Villas Bôas Cueva reconheceu a existência do entendimento firmado no REsp nº 1.860.368/SP, mas entendeu que seria necessária “uma nova discussão acerca do tema”. O ministro iniciou seu voto apontando que “a data em que o crédito

se torna exigível é irrelevante” para apurar se o crédito se submete à recuperação judicial.

Conforme o art. 49 da LFR e a jurisprudência do STJ, “a data de existência do crédito para o fim de submissão aos efeitos da recuperação judicial é a data de seu fato gerador”.

Em seguida, o relator apontou que a dívida original, paga pelo fiador, havia sido contraída antes do pedido de recuperação judicial da devedora, de modo que seu fato gerador seria inequivocamente anterior ao pedido. As cartas de fiança, como visto, também haviam sido outorgadas antes do ajuizamento da recuperação judicial.

Com o pagamento da fiança, o fiador se sub-roga nos direitos do credor original. A sub-rogação não extingue a relação jurídica, mas apenas altera seu polo ativo. O crédito do devedor original passa ao fiador, que pode exigí-lo do devedor e goza dos mesmos direitos do credor original para tanto. Isso porque, com a transferência do crédito, são transferidos “todos os direitos, ações, privilégios e garantias que o credor originário detinha contra o devedor principal”, nas palavras do relator. A única mudança é que, com o acionamento da fiança, o fiador passa a ocupar a posição de credor.

Assim, concluiu-se que o credor que se sub-roga em um crédito sujeito aos efeitos da recuperação judicial passaria a ser titular de um crédito igualmente sujeito. Nas palavras do relator, a sujeição do crédito não seria “uma característica ligada à pessoa do sujeito sucedido, ou ao momento do pagamento, mas ao próprio direito de crédito, que é repassado com seus defeitos e qualidades”. No caso concreto, como visto, o crédito original se submetia aos efeitos da recuperação judicial, de modo que o crédito do fiador também seria sujeito à recuperação.

Por fim, o ministro fez uma breve consideração de ordem prática para reforçar seu entendimento pela sujeição do crédito à recuperação judicial: “o fato de se tornarem extraconcursais créditos originariamente submetidos aos efeitos da recuperação judicial pode esvaziar a tentativa de soerguimento da empresa e alterar as premissas sobre as quais foi elaborado o plano de soerguimento”.

Os demais ministros acompanharam o relator. O único voto divergente foi proferido pela ministra Nancy Andrighi, relatora do REsp nº 1.860.368/SP, analisado acima. A ministra afirmou a importância da estabilidade da jurisprudência para a garantia da previsibilidade e da segurança jurídica e, em seguida, replicou os fundamentos apresentados no voto proferido no julgamento do REsp nº 1.860.368/SP.

4. ANÁLISE DA MUDANÇA JURISPRUDENCIAL

Uma vez compreendidos os dois entendimentos opostos adotados pela Terceira Turma do STJ, é necessário avaliar qual dessas posições se adequa às regras do Código Civil e da LFR aplicáveis à matéria. Para tanto, será feita uma recapitulação de aspectos fundamentais do instituto da fiança bancária, seguida da análise da sub-rogação sob a perspectiva do direito civil e do direito falimentar.

4.1. FIANÇA BANCÁRIA

A fiança é um contrato de garantia por meio do qual uma ou mais pessoas se obrigam, perante o credor, a adimplir a obrigação caso ela não seja cumprida pelo devedor⁴⁹⁶. Sua função é “dar nascimento à obrigação fidejussória”⁴⁹⁷, ou seja, criar uma garantia convencional prestada por terceiro estranho à relação obrigacional. Em regra, a obrigação só pode ser exigida do fiador depois de ser cobrada do devedor – é o chamado benefício de ordem, previsto no art. 827 do Código Civil. Assim, não existe solidariedade passiva entre o devedor e o fiador⁴⁹⁸. O fiador pode, contudo, renunciar ao benefício de ordem e

496 OLIVEIRA, Lauro Laertes de. **Da fiança**. São Paulo: Saraiva, 1981. p. 5.

497 GOMES, Orlando. **Contratos**. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 536.

498 PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**: parte especial. Tomo XLIV. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013. p. 202-203.

se tornar codevedor solidário, conforme autoriza o art. 828 do Código Civil.

O contrato de fiança é unilateral, pois atribui dever jurídico ao fiador, mas não ao credor⁴⁹⁹. Em geral, a fiança também é gratuita, porque o fiador não auferir qualquer vantagem patrimonial ao garantir a dívida. No entanto, a gratuidade não é essencial à fiança. Nada impede que o devedor remunere o fiador para fazer frente ao risco assumido com a garantia prestada⁵⁰⁰. É o que ocorre, por exemplo, com a fiança bancária, que nada mais é que uma fiança prestada por instituição financeira. Ivo Waisberg e Gilberto Gornati explicam que a onerosidade é característica da fiança bancária, uma vez que:

(...) a função do fiador é assumida por um banco, mediante o recebimento de uma remuneração a ser paga pela pessoa garantida. Tal modalidade é amplamente utilizada por empresas que participam de concorrências e licitações ou que precisam fornecer maior segurança ao seu credor, ou até mesmo facilitar as negociações. Afinal, as instituições bancárias costumam ter maior credibilidade e respeitabilidade nas relações comerciais de que participam. Apesar de seu caráter oneroso, a garantia fidejussória outorgada por uma instituição financeira mantém as demais características da fiança, conforme regulada pelo Código Civil Brasileiro.⁵⁰¹

499 Em sentido contrário, Manuel Inácio Carvalho de Mendonça defende que o contrato de fiança é contrato bilateral imperfeito, pois, “se o fiador pagar mais tarde a dívida, surgem obrigações para o devedor, obrigado desde então ao reembolso” (CARVALHO DE MENDONÇA, Manuel Inácio. **Contratos no direito civil brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1957. p. 408). Essa posição nos parece equivocada, porque o contrato de fiança não é celebrado entre fiador e devedor, mas, sim, entre fiador e credor, e pode até mesmo ser celebrado contra a vontade do devedor (art. 820 do Código Civil).

500 GOMES, 2009, p. 537. No mesmo sentido: OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 7; PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 19. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2015. v. 3. p. 462.

501 WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. **Direito bancário: contratos e operações bancárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 115.

Assim, a fiança bancária, como qualquer outra fiança, é regida pelas normas contidas nos arts. 818 e seguintes do Código Civil. Dentre esses dispositivos, destaca-se o art. 831, que prevê que “o fiador que pagar integralmente a dívida fica sub-rogado nos direitos do credor; mas só poderá demandar a cada um dos outros fiadores pela respectiva quota”. Isso significa que o pagamento da dívida pelo fiador não exonera o devedor principal, que, como se verá a seguir, continua obrigado em relação ao fiador.

4.2. A SUB-ROGAÇÃO SOB A PERSPECTIVA DO DIREITO CIVIL

No direito das obrigações, sub-rogação é a transferência dos direitos do credor para aquele que solveu a obrigação⁵⁰². Há duas espécies de sub-rogação: a sub-rogação legal, prevista no art. 346 do Código Civil, e a sub-rogação convencional, disciplinada no artigo seguinte.

Como visto, a sub-rogação do fiador é uma hipótese de sub-rogação legal, prevista expressamente no art. 831 do Código Civil. A hipótese também é contemplada pelo art. 346, III, do Código Civil, que estabelece que a sub-rogação se opera em favor “do terceiro interessado, que paga a dívida pela qual era ou podia ser obrigado, no todo ou em parte”. Na relação obrigacional, o fiador é terceiro interessado, assim como o segurador em relação ao direito do segurado contra terceiro responsável pelo sinistro⁵⁰³.

O efeito da sub-rogação é a “alteração subjetiva na relação de crédito”⁵⁰⁴ – ou seja, o sub-rogatário substitui o credor original no polo ativo da relação obrigacional. Por isso, a doutrina majoritária entende que a sub-rogação não faz surgir um novo direito de crédito nem

502 BEVILÁQUA, Clovis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil comentado**. 6. ed., atual. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1942. v. 4. p. 141.

503 GOMES, Orlando. **Obrigações**. 18. ed., rev., atual. ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2016. p. 121.

504 PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 27. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2015. v. 2. p. 212.

extingue a relação jurídica anterior⁵⁰⁵. O direito de crédito titularizado pelo sub-rogatário é aquele que o credor original já detinha em face do devedor. O devedor, por sua vez, ainda tem o dever de prestar, mas deve cumpri-lo em favor do sub-rogatário, não mais do credor original.

Os efeitos da sub-rogação são modulados pelo art. 349 do Código Civil, que determina que “[a] sub-rogação transfere ao novo credor todos os direitos, ações, privilégios e garantias do primitivo, em relação à dívida, contra o devedor principal e os fiadores”. A regra não é nova. Já estava presente no art. 988 do Código Civil de 1916 com redação idêntica à atual e, segundo Pontes de Miranda, podia também ser extraída do direito anterior ao Código de 1916⁵⁰⁶.

Por força do art. 349 do Código Civil, o sub-rogatário tem, em relação ao devedor, o exato mesmo direito de crédito que era detido pelo credor original. Isso implica que ele “recebe o crédito com todos os seus acessórios, mas seguido também de seus inconvenientes, e das suas falhas e defeitos”⁵⁰⁷. Essa foi a orientação seguida pela Quarta Turma do STJ em acórdão do fim da década de 1990, em que

505 “A sub-rogação não extingue a obrigação, mantendo o devedor vinculado ao terceiro que assume a posição do credor satisfeito”. (TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. **Código Civil comentado**: direito das obrigações. São Paulo: Atlas, 2008. v. 4. p. 270). No mesmo sentido: PEREIRA, 2015. v. 2. p. 213-214; e VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito civil**: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2015. v. 2. p. 270. Em sentido contrário, Serpa Lopes entende que “[o] direito do sub-rogado origina-se do pagamento. O seu título creditório não é a dívida paga, extinta no principal e nos acessórios pelo pagamento, senão uma nova obrigação, para a qual, por ficção da lei, traspassam e transmitem-se tôdas as qualidades, privilégios e garantias da dívida extinta”. (SERPA LOPES, Miguel Maria de. **Curso de direito civil**: obrigações em geral. 2.

ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1957. v. 2. p. 271). Ainda, em posição intermediária, Clóvis Beviláqua afirma que “[a] obrigação pelo pagamento extingue-se; mas, em virtude da sub-rogação, a dívida, extinta para o credor originário, subsiste para o devedor, que passa a ter por credor, investido nas mesmas garantias, aquele que lhe pagou ou lhe permitiu pagar a dívida”. (BEVILÁQUA, *op. cit.* p. 141).

506 PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**: parte especial. Tomo XXIV. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. p. 386.

507 PEREIRA, 2015. v. 2. p. 219.

se entendeu que o sub-rogado “não terá [...] contra o devedor mais direitos do que o primitivo credor”⁵⁰⁸.

A previsão do art. 349 reforça o entendimento de que a sub-rogação não extingue a relação obrigacional, mas apenas altera seu polo passivo. Afinal, o novo credor tem as mesmas faculdades que o credor original tinha. O devedor, por sua vez, pode opor ao sub-rogatário todas as exceções que podia opor ao credor original.

Essa regra marca uma distinção fundamental entre a sub-rogação e o direito de regresso. O direito de regresso é aquele titularizado por um codevedor solidário que paga a dívida por inteiro e, em razão desse pagamento, pode exigir dos demais codevedores suas respectivas quotas-parte. Trata-se, nesse caso, de direito novo, que não se confunde com o direito de crédito detido pelo credor original e exercido em face do devedor que cumpriu a obrigação solidária em sua integridade⁵⁰⁹.

Assim, podem-se extrair duas conclusões da disciplina da sub-rogação pelas regras do direito civil. Em primeiro lugar, a sub-rogação não faz surgir um novo direito de crédito, mas, sim, transfere ao sub-rogatário o direito de crédito que era titularizado pelo credor original. Com isso, o sub-rogatário, que antes era terceiro – ainda que interessado – estranho à relação jurídica obrigacional, passa a ser credor. Em segundo lugar, o direito de crédito é transferido com todos os seus acessórios, mas também com todos os ônus inerentes a ele. O sub-rogatário tem, portanto, direito idêntico ao do credor original.

Aplicadas ao regramento da fiança bancária na recuperação judicial, essas conclusões se harmonizam com a posição adotada pelo

508 “Na sub-rogação, o sub-rogado adquire o crédito com os seus acessórios, mas também com os seus inconvenientes, não ficando desobrigado de satisfazer as exigências legais para poder recebê-lo. Em outras palavras, não terá o sub-rogado contra o devedor mais direitos do que o primitivo credor” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 174.353/RJ, Rel. Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira, 4ª Turma, j. em 09.11.1999, DJ 17.12.1999).

509 Sobre a distinção entre sub-rogação e direito de regresso no âmbito da recuperação judicial, cf. SACRAMONE, Marcelo Barbosa; PIVA, Fernanda Neves. *O Pagamento dos Débitos da Recuperanda: A Sub-Rogação e o Direito de Regresso na Recuperação Judicial*. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; YARSHELL, Flávio Luiz (coord.). **Processo societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. v. 3. p. 491-508.

STJ no julgamento recente do REsp nº 2.123.959/GO. Se o fiador paga, após o ajuizamento da recuperação judicial, um crédito originado antes do pedido, é nesse crédito que ele se sub-roga. Assim, como a sub-rogação não extingue a relação obrigacional original nem altera sua natureza, o fiador que se sub-roga em um crédito sujeito está, também ele, sujeito à recuperação judicial.

Ao analisarem o instituto da sub-rogação pelo pagamento de créditos sujeitos à recuperação judicial, Marcelo Sacramone e Fernanda Piva adotaram posição semelhante:

Assim, se sujeito à recuperação judicial o crédito pago pelo segurador ou fiador, ainda que o pagamento seja efetuado após a distribuição do pedido de recuperação judicial, sub-rogar-se-á o fiador ou segurador em tal crédito, de modo que ambos serão considerados credores sujeitos à recuperação judicial no mesmo montante e natureza do crédito original satisfeito. Em razão da sub-rogação, é irrelevante que o pagamento pelo terceiro tenha ocorrido após o pedido de recuperação, já que, independentemente do momento do adimplemento, ele apenas substituirá o credor originário num crédito que era caracterizado por estar sujeito à recuperação judicial.⁵¹⁰

Por outro lado, o antigo entendimento do STJ, fixado no julgamento do REsp nº 1.860.368/SP, destoa da compreensão da sub-rogação como alteração do polo ativo da relação obrigacional. A ideia de que a sub-rogação criaria para o fiador um crédito até então inexistente, adotada pela ministra Nancy Andrigli, não é acolhida pela doutrina majoritária. E, ainda que se admitisse que o pagamento da dívida pelo fiador faz surgir um crédito, este crédito manteria todos os privilégios e todos os inconvenientes do crédito anterior, conforme se extrai do art. 349 do Código Civil. Dessa forma, a sujeição à

510 SACRAMONE, *op. cit.* p. 495-496.

recuperação judicial do crédito anterior implicaria também a sujeição do novo crédito.

4.3. ANÁLISE SISTEMÁTICA E TELEOLÓGICA DA SUB-ROGAÇÃO CONFORME A LFR

O ordenamento jurídico é composto por uma multiplicidade de microssistemas, cada um com sua lógica própria⁵¹¹. A LFR, em específico, contém princípios que norteiam sua aplicação e não podem ser ignorados quando se trata da sujeição ou não de créditos à recuperação judicial. Por isso, para além do estudo da sub-rogação sob a perspectiva do direito civil, é necessário entender qual tratamento jurídico do crédito do sub-rogatário melhor se adequa à interpretação sistemática e teleológica da lei falimentar.

A regra para determinar se um crédito se sujeita à recuperação judicial está contida no art. 49 da LFR: “Estão sujeitos à recuperação judicial todos os créditos *existentes* na data do pedido, ainda que não vencidos” (g.n.). Em complemento a essa regra, o STJ fixou, no Tema Repetitivo nº 1.051, a tese de que “(...) a existência do crédito é determinada pela data em que ocorreu o seu *fato gerador*” (g.n.).

A opção legislativa e jurisprudencial por um marco temporal para a sujeição de créditos não é despropositada. Francisco Satiro⁵¹² explica que os créditos existentes após a data do pedido de recuperação não se submetem ao procedimento por três motivos: a lógica da recuperação judicial, a segurança jurídica e, em especial, o fomento ao “dinheiro novo”.

A função econômica da recuperação judicial é equacionar, de forma conjunta e uniforme, as dívidas que a devedora tem na data do pedido. O processo não se propõe a viabilizar a renegociação de

511 IRTI, Natalino. **L'età della decodificazione**. 4. ed. Milão: Giuffrè, 1999. p. 71.

512 SATIRO, Francisco. O “dinheiro novo” como elemento de interpretação do conceito de “crédito existente” na recuperação judicial. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horário Halfeld Rezende (coord.). **Temas de Direito da Insolvência** – Estudos em homenagem ao Professor Manoel Justino Bezerra Filho. São Paulo: Editora IASP, 2017. p. 263-280.

obrigações contraídas após essa data, razão pela qual a devedora não pode sujeitá-las à recuperação judicial. Em complemento, a lei impede que qualquer credor sujeito receba tratamento privilegiado. Se todas as obrigações da devedora devem ter o mesmo destino – a novação decorrente da homologação do plano de recuperação judicial –, nenhuma delas poderá ser cumprida em condições mais favoráveis do que aquelas previstas no plano.

Além disso, créditos constituídos após o pedido estão excluídos da recuperação judicial para garantir segurança jurídica. A devedora segue em atividade e contrai novas obrigações durante o processo. Se todas essas novas dívidas se sujeitassem aos efeitos da recuperação, os quóruns de aprovação do plano previstos no art. 45 da LFR mudariam constantemente, o que causaria desequilíbrios, propiciaria fraudes, aumentaria os custos do procedimento e, em última análise, frustraria os interesses dos credores diante de tamanha insegurança sobre o futuro da devedora.

Por fim, assegurar que créditos posteriores ao pedido não se sujeitem ao plano de recuperação judicial também incentiva agentes de mercado a continuarem contratando com a recuperanda. A recuperação judicial prejudica a confiabilidade da devedora e, por isso, reduz suas chances de obter crédito⁵¹³. Se a lei determinasse que mesmo as dívidas contraídas depois do pedido se submetem às condições do plano, dificilmente um agente de mercado se prestaria ao papel de fornecer novos recursos à recuperanda.

Por essas razões, os créditos não existentes no momento do pedido de recuperação judicial não se submetem ao plano de recuperação judicial. Tais créditos podem ser exigidos pelos meios extrajudiciais e judiciais regulares e são considerados extraconcursais

513 “A noção de risco e a de incerteza são ínsitas ao conceito de crédito, que, por sua vez, depende do elemento confiança. Quanto maior a confiança em algo, menor o risco que se percebe – mesmo não sendo verdadeiro. A confiança, por definição, é valor imaterial e intangível, conquistado somente através do tempo e também da experiência positiva. Nesse sentido ela minimiza a percepção do risco e da incerteza, com a convicção de que o resultado será exatamente o esperado” (SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil: uma análise de Direito & Economia**. São Paulo: Quartier Latin, 2007).

– ou seja, são pagos com preferência em relação aos demais créditos em eventual falência, conforme determina o art. 67 da LFR⁵¹⁴.

As finalidades da regra geral prevista no art. 49 da LFR parecem reforçar a sujeição do crédito do fiador à recuperação judicial do afiançado. Afinal, não se trata de obrigação contraída pela recuperanda após o ajuizamento da recuperação judicial, mas, sim, de dívida existente no momento do pedido, ainda que sob outra titularidade.

O reconhecimento da não sujeição desse tipo de crédito à recuperação judicial poderia provocar desequilíbrio na dinâmica de poder entre os credores de determinada classe. Isso porque um crédito seria excluído da relação de credores da recuperanda, o que reduziria o valor total devido pela classe à qual o referido credor pertencia. Nesse caso, os demais credores da mesma classe ganhariam poder de voto sempre que um fiador pagasse um crédito sujeito e, consequentemente, se sub-rogasse nele.

Em adição, o crédito do fiador não é “dinheiro novo” e não auxilia a recuperanda a se soerguer. A possibilidade de o fiador exigir o pagamento de seu crédito sem se submeter às condições do plano de recuperação judicial poderia comprometer o processo de soerguimento da devedora, em prejuízo aos demais credores sujeitos. Como apontou o ministro Cueva em seu voto, “o fato de se tornarem extraconcursais créditos originariamente submetidos aos efeitos da recuperação judicial pode esvaziar a tentativa de soerguimento da empresa e alterar as premissas sobre as quais foi elaborado o plano de soerguimento”⁵¹⁵.

Por fim, as hipóteses de não sujeição de créditos à recuperação judicial⁵¹⁶ são excepcionais e devem ser interpretadas restritivamente,

514 “Art. 67. Os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, inclusive aqueles relativos a despesas com fornecedores de bens ou serviços e contratos de mútuo, serão considerados extraconcursais, em caso de decretação de falência, respeitada, no que couber, a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.”

515 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 2.123.959/GO, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3ª Turma, j. em 13.08.2024, DJe 28.08.2024.

516 As exceções à sujeição de créditos à recuperação judicial estão resumidas em SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação**

porque representam entraves à submissão dos credores ao regime de negociação coletiva, um dos objetivos centrais da LFR⁵¹⁷. Como sintetiza o professor Satiro, “não se pode aumentar artificialmente as hipóteses nas quais as regras que compõem os objetivos e fundamentos do regime de recuperação de empresas deixam de ser aplicadas”⁵¹⁸.

5. CONCLUSÕES

O movimento da jurisprudência do STJ em direção ao reconhecimento da sujeição à recuperação judicial do crédito decorrente de fiança bancária, ainda que acionada e paga após o pedido, está em consonância com as regras e os princípios do direito civil e do direito falimentar.

Em nosso entendimento, o voto do ministro Ricardo Villas Bôas Cueva no REsp nº 2.123.959/GO captura acertadamente os efeitos da sub-rogação do fiador nos direitos do credor original. A sub-rogação não extingue a relação creditícia original, mas apenas altera o seu polo ativo, que passa a ser ocupado pelo antigo fiador. Assim, o crédito detido pelo fiador é exatamente aquele detido pelo credor original e pago por ele, fiador, quando exigido.

Ao contrário do que o STJ entendia até o julgamento do REsp nº 2.123.959/GO, a inexistência de “direito do fiador de exigir alguma prestação diretamente do afiançado” antes “do adimplemento da obrigação principal pelo garante”⁵¹⁹ não é relevante. Em virtude da sub-rogação, “[s]e o credor originário tinha um crédito submetido aos efeitos da recuperação judicial, é isso o que ele tem a transferir ao

Judicial e Falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023. p. 601-603.

517 SATIRO, *op. cit.* p. 271.

518 SATIRO, *op. cit.* p. 272.

519 Trechos extraídos do voto proferido pela ministra Nancy Andrigli no julgamento do REsp nº 1.860.368/SP.

fiador que pagou a dívida”, conforme pontua o ministro Cueva em seu já citado voto vencedor.

Por fim, o novo entendimento do STJ é adequado aos princípios e às finalidades da LFR. A função do marco temporal de sujeição de créditos é promover segurança jurídica e fomentar o financiamento da recuperanda, de modo a viabilizar sua recuperação. A não sujeição do crédito do fiador, que deriva de obrigação existente antes do pedido de recuperação judicial, não se adequa a essa função. Trata-se de ampliação indevida das hipóteses legais de não sujeição, que, em virtude de seu caráter excepcional, devem ser interpretadas restritivamente.

Não se ignora a relevância das ponderações da ministra Nancy Andrigli sobre a necessidade de se assegurar a estabilidade da jurisprudência, de modo a garantir segurança jurídica e previsibilidade no ambiente de mercado. Mas a segurança e a previsibilidade não são valores absolutos. Na hipótese em análise, concluímos que a mudança jurisprudencial deve ser aplaudida, porque privilegia uma compreensão técnica dos institutos jurídicos aplicáveis, sem perder de vista as finalidades que orientam a recuperação judicial.

6. BIBLIOGRAFIA

BEVILÁQUA, Clóvis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil comentado**. 6. ed., atual. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1942. v. 4.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União: seção 1, p. 1, 11 jan. 2002.

BRASIL. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a recuperação extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Diário Oficial da União: seção 1, p. 1, 10 fev. 2005.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 174.353/RJ, Rel. Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira, 4ª Turma, j. em 09.11.1999, DJ 17.12.1999.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 1.860.368/SP, Rel. Min. Nancy Andrighi, 3ª Turma, j. em 05.05.2020, DJe 11.05.2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. AgInt nos EDcl no AgInt no AREsp nº 1.287.497/RJ, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, 3ª Turma, j. em 01.03.2021, DJe 03.03.2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. AgInt no REsp nº 2.078.245/RJ, Rel. Min. Humberto Martins, 3ª Turma, j. em 08.04.2024, DJe 12.04.2024.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 2.123.959/GO, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3ª Turma, j. em 13.08.2024, DJe 28.08.2024.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. AgInt no AREsp nº 2.542.338/SP, Rel. Min. Moura Ribeiro, 3ª Turma, j. em 16.09.2024, DJe 18.09.2024.

CARVALHO DE MENDONÇA, Manuel Inácio. **Contratos no direito civil brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1957.

GOMES, Orlando. **Contratos**. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

----- . **Obrigações**. 18. ed., rev., atual. ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2016. IRTI, Natalino. **L'età della decodificazione**. 4. ed. Milão: Giuffrè, 1999. OLIVEIRA, Lauro Laertes de. **Da fiança**. São Paulo: Saraiva, 1981.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 27. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2015. v. 2.

----- . **Instituições de direito civil**. 19. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2015. v. 3.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado: parte especial**. Tomo XXIV. Adimplemento. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

----- . **Tratado de direito privado: parte especial**. Tomo XLIV. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; PIVA, Fernanda Neves. *O Pagamento dos Débitos da Recuperanda: A Sub-Rogação e o Direito de Regresso na Recuperação Judicial*. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; YARSHELL, Flávio Luiz (coord.). **Processo societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. v. 3. p. 491-508.

SATIRO, Francisco. *O “dinheiro novo” como elemento de interpretação do conceito de “crédito existente” na recuperação judicial*. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Rezende (coord.). **Temas de Direito da Insolvência** – Estudos em homenagem ao Professor Manoel Justino Bezerra Filho. São Paulo: Editora IASP, 2017. p. 263-280.

SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil**: uma análise de Direito & Economia. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação Judicial e Falência**: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023.

SERPA LOPES, Miguel Maria de. **Curso de direito civil**: obrigações em geral. 2. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1957. v. 2.

TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. **Código Civil comentado**: direito das obrigações. São Paulo: Atlas, 2008. v. 4.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito civil**: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2015. v. 2.

WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. **Direito bancário**: contratos e operações bancárias. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

REFLEXÕES SOBRE A DISCIPLINA DO CONTROLE DO EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO: O CASO DA DISSOCIAÇÃO ENTRE EXPOSIÇÃO ECONÔMICA E DIREITOS POLÍTICOS DOS ACIONISTAS

Vinicius Dias Fonseca (Universidade de São Paulo – USP)⁵²⁰

RESUMO: o artigo aborda a dissociação entre exposição econômica e direitos políticos dos acionistas, explorando o fenômeno do *empty voting* e suas implicações na disciplina do controle do exercício do direito de voto dos acionistas. Analisa como essa dissociação afeta a lógica tradicional de alinhamento entre interesses econômicos e políticos, discutindo os desafios impostos à regulação jurídica das companhias brasileiras. O trabalho foca no artigo 115 da Lei nº 6.404/1976, que disciplina o controle do exercício do direito de voto dos acionistas, e questiona sua adequação diante daquele fenômeno. Desse modo, o trabalho argumenta que esse fenômeno representa novos desafios à disciplina do controle do exercício do direito de voto e aponta as dificuldades na aplicação de controles efetivos, propondo uma agenda para discussão da adequação como um todo da regulação jurídica brasileira do direito de voto.

Palavras-chave: direito societário, sociedade anônima; interesse social; direito de voto; *empty voting*; conflito de interesses; voto abusivo.

ABSTRACT: the article addresses the dissociation between economic exposure and shareholders' political rights, exploring the phenomenon of empty voting and its implications for the discipline of controlling shareholders' voting rights. It analyzes how this dissociation impacts the traditional logic of aligning economic and political interests, discussing the challenges posed to the legal

520 Inspetor Federal na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Mestrando em Direito Comercial na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Graduado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. As opiniões contidas no artigo são de exclusiva responsabilidade do autor, não refletindo, necessariamente, o entendimento da CVM sobre as matérias tratadas.

regulation of Brazilian companies. The study focuses on Article 115 of Law No. 6,404/1976, which regulates the control of shareholders' voting rights, questioning its adequacy considering the empty voting phenomenon. Thus, the article argues that this phenomenon introduces new challenges to the discipline of controlling voting rights and highlights the difficulties in applying effective controls, proposing an agenda for discussing the adequacy of Brazilian legal regulation of political rights.

Keywords: corporate law; corporation; company's interests; voting rights; empty voting; conflict of interest; abusive voting.

1. INTRODUÇÃO

A regulação jurídica das sociedades anônimas historicamente caminhou em um sentido de permitir a atração de novos investimentos e de organizar a atividade a ser desenvolvida⁵²¹. Como consequência, nasceu a necessidade de disciplinar juridicamente a posição dos diversos acionistas que passariam a integrar o quadro societário, de tal modo que a regra da proporcionalidade ganhou espaço⁵²². A ideia que se consolidou foi a de que o direito de voto desses investidores não deveria ser equivalente a todos os acionistas (“por cabeça”), mas

521 “No aspecto econômico, após o fim da necessidade de autorização estatal para constituição de sociedades anônimas, houve forte crescimento do número de constituição de companhias, que passaram a ser utilizadas também para médias e até pequenas empresas. Soma-se a isso a produção em série que, por sua vez, exige grandes somas de capital, gerando a necessidade de captação de recursos do público. As sociedades anônimas passaram a ser instrumento de junção de capitais de inúmeros acionistas para constituição de grandes empresas, para possibilitar produção em massa. E passam a ter como características a produção em série, com economia de escala, a concentração de capitais e a administração de capitais alheios. Tudo isso exige considerável captação de recursos, buscados no público investidor. A grande procura por capitais leva ao oferecimento de maior quantidade de direitos aos acionistas, entre os quais, o de voto [...]” (RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 40). Sobre essa evolução, também conferir: COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 26 e seguintes.

522 RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 43.

correspondente ao número de ações que cada um fosse titular. Somado a isso, impôs-se nessa estrutura o princípio majoritário, segundo o qual as questões pertinentes à companhia devem ser decididas pela maioria do capital social⁵²³.

A regra da proporcionalidade, em conjunto com o princípio majoritário, estabeleceu verdadeira correspondência entre interesse econômico e poder político do acionista na companhia. Entendia-se que o oferecimento de maiores direitos políticos aos acionistas que fossem titulares do maior número de ações (ou seja, que tivessem aportado mais capital na sociedade) seria uma forma de extrair o melhor voto possível (aderente ao interesse social, tomado de forma abstrata), justamente em razão do presumido alinhamento entre os interesses econômicos desse acionista e da companhia⁵²⁴. Ocorre que, ao longo da história, o dogma da proporcionalidade entre direitos políticos e exposição econômica foi bastante mitigado, podendo-se afirmar que a ideia de estrita correspondência entre direitos políticos e direitos patrimoniais há muito tempo foi abandonada⁵²⁵.

Apesar de a própria Lei nº 6.404/1976 admitir exceções à proporcionalidade, atualmente essa desproporção também pode

523 “Rompe-se com o modelo de sociedade existente desde o direito romano, com caráter contratual e vínculo *intuitu personae* entre seus membros, no qual as decisões que implicavam alteração do contrato exigiam concordância unânime dos sócios, além de consenso permanente” (RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 42). Sobre o princípio majoritário, ver: GALGANO, Francesco. **La forza del numero e la legge della ragione: storia del principio di maggioranza**. Bologna: Il Mulino, 2008. A justificativa reside em uma questão prática relevante: não se poderia exigir a unanimidade nas deliberações sociais, sob pena de engessar a própria atividade econômica: “Trata-se de critério ou ‘fórmula’ que permite a tomada de decisão mesmo diante de divergências entre os membros de um órgão colegiado e viabiliza assim o próprio funcionamento da sociedade” (PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no direito societário brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 88). No mesmo sentido, o princípio majoritário é visto como uma ferramenta para resolver impasses entre sócios (ROBERT, Bruno. **As assembleias das S/A**. São Paulo: Singular, 2016. p. 19).

524 PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Estrutura da companhia. In: _____ (coord). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 810.

525 PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no direito societário brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 130.

ser atingida de forma unilateral pelo acionista⁵²⁶. Os investidores têm acesso a diversos instrumentos no mercado de capitais (como empréstimo de ações ou derivativos) que permitem a transferência da exposição econômica a terceiros, operando uma dissociação entre os direitos oferecidos pela ação⁵²⁷. Tal mudança não diz respeito propriamente aos direitos oferecidos pela titularidade acionária, que permanecem inalterados, mas à posição que esses acionistas assumem de forma tangencial à sociedade. Desse modo, permite-se que os direitos políticos e os interesses econômicos não se concentrem materialmente na mesma pessoa, muito embora formalmente permaneçam inalterados⁵²⁸. Dessa realidade pode-se extrair duas figuras: o *empty voting* e o *hidden (morphable) ownership* – o que, juntos, cunhou-se de *new vote buying*⁵²⁹.

Esses fenômenos trazem diversos desafios à regulação jurídica das companhias. O presente artigo busca trabalhar especificamente os desafios que o *empty voting* traz à disciplina do direito de voto dos acionistas. Parte-se da hipótese de que esses casos desafiam alguns pressupostos da disciplina do direito de voto dos acionistas, na medida em que essa disciplina não aparenta ter sido desenhada considerando a possibilidade da dissociação naqueles moldes⁵³⁰. Essa nova realidade adiciona complexidade ao sistema ao permitir a emergência de novos

526 ANTUNES, José Engrácia. Os “hedge funds” e o governo das sociedades. In: INSTITUTO DOS VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito dos valores mobiliários**. Coimbra: Coimbra, 2009. v. 9.

527 HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard. The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership. **Southern California Law Review**, v. 79, p. 811-915, 2006.

528 BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **Empty voting e hidden (morphable) ownership**: os novos mecanismos de dissociação dos direitos patrimoniais e políticos dos acionistas. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 114, p. 385-435, jan./dez. 2020.

529 HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard. The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership. **Southern California Law Review**, v. 79, p. 815, 2006.

530 OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre empty voting. **Revista de Direito das Sociedades**, n. 1, p. 49-109, 2012.

centros de interesses que permanecem ocultos dos demais acionistas, de uma forma que até então não integrava o imaginário comum.

Nesse sentido, o presente artigo buscará confrontar o *empty voting* à disciplina do direito de voto dos acionistas prevista no artigo 115 Lei nº 6.404/1976, a partir do que se busca motivar discussões a respeito da adequação dessa disciplina como um todo. Este trabalho buscará analisar o artigo 115 sob ângulo de que se está diante de mecanismos de “controle” do exercício do direito de voto, na medida em que se trata de uma limitação ou de um condicionamento imposto a uma prerrogativa notadamente privada, o que se legitima em razão da tutela de determinados valores jurídicos, em especial, o interesse social⁵³¹. É nesse sentido – ou seja, na aptidão para cumprimento desse objetivo de tutela do interesse social – que se buscará examinar a adequação da disciplina do controle do direito de voto na Lei nº 6.404/1976 frente ao *empty voting*, como métrica para avaliar a adequação desse sistema sob um ponto de vista mais geral.

Para o presente trabalho, adotou-se o método dedutivo, por meio de pesquisa bibliográfica e documental, em fontes primárias. Além disso, de maneira complementar à pesquisa, utilizou-se de estudos de casos, destacados de julgado da CVM e do Poder Judiciário a respeito das questões pertinentes ao tema.

2. A DISSOCIAÇÃO ENTRE EXPOSIÇÃO ECONÔMICA E DIREITOS POLÍTICOS

Ao longo do desenvolvimento do direito societário, consolidou-se a ideia de que a existência de uma proporcionalidade entre os direitos políticos e patrimoniais representaria uma garantia da

531 Os casos de *empty voting* que este artigo buscou trabalhar representam disfuncionalidades específicas. Nesse sentido, não adentrará o debate em torno do significado de interesse social. Esse conceito será adotado aqui em uma perspectiva abstrata, apenas para guiar a análise da disciplina de controle do direito de voto dos acionistas no Brasil.

melhor condução possível da companhia⁵³². O pressuposto disso está na consideração de que, em regra, o acionista teria incentivos econômicos (advindos dos direitos patrimoniais) para buscar o sucesso da companhia (através dos direitos políticos)⁵³³, o que criaria um ciclo virtuoso entre boa condução da sociedade e acesso ao resultado econômico positivo por parte do acionista, uma vez que esse apenas teria um *residual claim* em face daquela⁵³⁴.

Em que pese tal concepção, o dogma da proporcionalidade entre direitos patrimoniais e direitos políticos há muito tempo não é rigorosamente seguido em nosso ordenamento. A criação de ações preferenciais, da *golden share* e, mais recentemente, do voto plural são exemplos claros desse desvio e passam longe de constituir alguma exclusividade do Brasil. Em diversas jurisdições, parte da organização das relações internas da sociedade é deixada a cargo da companhia e de seus acionistas, que podem se utilizar de diversas estratégias para distribuição dos direitos políticos entre os acionistas⁵³⁵. O que esses casos têm de diferente com o fenômeno que buscamos analisar é que neles não há propriamente uma dissociação entre os

532 MARAIS, David. Decoupling voting rights from economic interest: the case of empty and negative voting. **Trinity College Law Review**, v. 18, p. 180-204, 2015.

533 BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **Empty voting e hidden (morphable) ownership**: os novos mecanismos de dissociação dos direitos patrimoniais e políticos dos acionistas. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 114, p. 385-435, jan./dez. 2020. Analisando a problemática do direito de voto exercido pelo usufrutuário da ação, o Diretor Henrique Machado assim expôs: “De fato, inexistindo a fruição dos direitos patrimoniais por parte do usufrutuário, falta-lhe o legítimo interesse em participar, por meio do exercício do direito de voto, das deliberações da assembleia geral, pois não lhe propiciaria benefício econômico decorrente da atividade empresarial. Em tal situação, o usufrutuário não exerceria o voto ‘com a prudência advinda do risco de sócio e no interesse social’” (CVM. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2018/2150**. Relator: Diretor Henrique Machado. Julgado em 23 de junho de 2020.). No caso, entendeu-se que não seria possível a transferência do direito de voto por usufruto caso não haja também transferência dos direitos patrimoniais com base nesse exato motivo.

534 MARTIN, Shaun; PARTNOY, Frank. Encumbered shares. **University of Illinois Law Review**, v. 2005, n. 3, p. 775-838, 2005.

535 BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. In: MORCK, Randall (Coord.). **Concentrated corporate ownership**. Chicago: University of Chicago Press, 2000. p. 295-318.

direitos patrimoniais e políticos: tais direitos permanecem intactos para o titular da ação. O que se tem é a utilização de técnicas para redistribuir direitos políticos na companhia, sem, contudo, impor qualquer dissociação entre os direitos oferecidos no “pacote inicial” da titularidade acionária⁵³⁶.

A dissociação propriamente dita foi, por muito tempo, vista como um dogma no Brasil, mas paulatinamente acomodada em nosso ordenamento⁵³⁷. Com o desenvolvimento de instrumentos financeiros no mercado de capitais⁵³⁸, permitiu-se aos acionistas transferirem a terceiros a sua exposição econômica em relação à companhia, sem que fosse necessário transferir a respectiva titularidade das participações societárias a ela relacionadas – isto é, na ausência de uma transferência

536 BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **Empty voting e hidden (morphable) ownership**: os novos mecanismos de dissociação dos direitos patrimoniais e políticos dos acionistas. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 114, p. 385-435, jan./dez. 2020.

537 A proibição de uma dissociação dessa natureza era sustentada pelo Código Penal, que veda ao acionista negociar o voto em assembleia (art. 177, §2º). Tomando essa visão como ponto de partida, chegou-se a discutir até mesmo a validade dos acordos de acionistas e sobre limitações à legitimação para representar acionistas em assembleia, temas que atualmente se encontram superados pela doutrina e jurisprudência. Essa vedação, por muito tempo aclamada pelos autores, nunca encontrou qualquer previsão legal, sendo que, pelo contrário, os diplomas previam expressamente determinados casos em que ocorria dissociação, tais como na alienação fiduciária, no usufruto e no penhor de ações, que eram tidos como exceções ao princípio da indivisibilidade dos direitos das ações. Para essa discussão, ver: BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **Empty voting e hidden (morphable) ownership**: os novos mecanismos de dissociação dos direitos patrimoniais e políticos dos acionistas. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 114, p. 385-435, jan./dez. 2020. Sobre a evolução da disciplina jurídica dos acordos de acionistas, ver: TRINDADE, Marcelo. A eficácia dos acordos de voto e o interesse social. In: CANDIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANDIDIANO, Isabel (Coord.). **Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos**: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano. São Paulo: Quartier Latin, 2019. v. 1.

538 Tipicamente, atribui-se a ampliação do acesso a esses instrumentos a redução do custo das operações, da ascensão de *hedge funds* e da existência de uma regulação modesta sobre tais atividades. Ver: HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard. The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership. **Southern California Law Review**, v. 79, n. 4, p. 811-908, 2006; OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais. **Revista de Direito das Sociedades**, v. 3, p. 557-580, 2013.

formal⁵³⁹. Grande parte da atratividade dessas estratégias é o seu caráter oculto em relação a terceiros⁵⁴⁰.

Dessa estratégia, nasce o *empty voting*⁵⁴¹. Nesses casos, existe um excesso de direitos políticos do acionista em relação ao interesse econômico que possui sobre a companhia⁵⁴². Em outras palavras, o acionista detém a prerrogativa de influenciar os destinos da companhia sem assumir integralmente as consequências econômicas de suas decisões. O *empty voting*, assim, rompe com a lógica de que os acionistas teriam incentivos econômicos para conduzir a companhia da melhor forma possível ao permitir que se livrem dessas “amarras”⁵⁴³.

539 BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **Empty voting e hidden (morphable) ownership**: os novos mecanismos de dissociação dos direitos patrimoniais e políticos dos acionistas. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 114, p. 385-435, jan./dez. 2020.

540 RINGE, Wolf-Georg. **Empty voting revisited**: the Telus saga. Oxford Legal Studies Research Paper, Oxford, n. 18, p. 1-28, 2013.

541 Como mencionado na introdução, o *hidden (morphable) ownership* é outro fenômeno descrito pela literatura como decorrente dessas estratégias. Em linhas gerais, trata-se de uma aquisição de exposição econômica informal que não é atingida pelas regras de divulgação de informações aplicáveis ao mercado de capitais. Uma vez que essa posição do investidor pode não ser conhecida do mercado, tal estratégia pode ser usada para impedir a incidência de diversos deveres e obrigações, seja a mera divulgação da participação na companhia ao mercado ou a realização de oferta pública de aquisição. A esse respeito: ROBERT, Bruno. **As assembleias das S/A**. São Paulo: Singular, 2016. p. 59. O presente trabalho buscou trabalhar especificamente com o *empty voting* por considerar que esse fenômeno representa um exemplo mais didático de tensionamento dos pilares fundamentais da disciplina de controle do exercício do direito de voto.

542 BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **Empty voting e hidden (morphable) ownership**: os novos mecanismos de dissociação dos direitos patrimoniais e políticos dos acionistas. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 114, p. 385-435, jan./dez. 2020.

543 “Aproveito o ensejo para contrapor um argumento frequentemente lançado por aqueles que defendem, no caso concreto, a vedação de voto dos acionistas controladores. Segundo este argumento, caso a operação seja positiva para a companhia, os minoritários terão todo interesse de aprová-la. Acredito que o raciocínio seja perfeito num mundo em que as posições acionárias são sempre compradas. O raciocínio, contudo não se mantém, no mundo dos comprados e vendidos, dos fundos long and short e quanto estruturas envolvendo contratos derivativos podem levar à separação entre o interesse econômico e o poder político. Não necessariamente há um alinhamento de interesses nestes casos” (CVM. **Processo CVM nº RJ 2013/10913**. Relator: Diretora Luciana Dias. Decisão em 25 de março de 2014. Manifestação de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes).

A nomenclatura “*empty*” advém justamente da dissociação entre o direito de voto e o interesse econômico sobre a ação⁵⁴⁴.

Para se concluir que existe uma situação de *empty voting*, deve-se calcular a exposição econômica global do acionista não somente em relação à sua participação na companhia, mas também considerando os ativos acoplados (como instrumentos derivativos referenciados em ações ou contratos de empréstimo) e os ativos relacionados indiretamente à companhia (como os valores mobiliários emitidos por uma contraparte da companhia). A partir da consideração de todos esses ativos é possível calcular o interesse do acionista: se positivo, negativo ou neutro em relação à companhia⁵⁴⁵.

Tipicamente, nesses casos, a literatura preocupa-se com as situações em que o acionista apresenta um interesse negativo (*negative vote*) ou uma ausência de exposição econômica sobre a companhia, na medida em que em tais hipóteses o acionista não teria os incentivos pressupostos para o exercício do direito de voto de acordo com o interesse social, o que ainda é potencializado pelo caráter oculto das estratégias que levam a tais efeitos. Justamente por representar um risco à tutela do interesse social, esse fenômeno representa um desafio à disciplina do controle do exercício do direito de voto, tensionando algumas de suas características e potencializando algumas de suas deficiências.

544 HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard. The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership. **Southern California Law Review**, v. 79, n. 4, p. 811-908, 2006.

545 BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **Empty voting e hidden (morphable) ownership**: os novos mecanismos de dissociação dos direitos patrimoniais e políticos dos acionistas. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 114, p. 385-435, jan./dez. 2020. Quando o acionista tem incentivos neutros em relação à companhia, falamos que ele não tem exposição econômica, uma vez que a variação será para ele indiferente.

3. A DISCIPLINA DO CONTROLE DO EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO NA LEI Nº 6.404/1976

Em linhas gerais, o direito de voto consiste na possibilidade de o acionista manifestar sua vontade para formação da vontade social, com vistas a aprovar ou rejeitar determinada matéria⁵⁴⁶. Ao dar sentido e direção à companhia, a disciplina do direito de voto dos acionistas insere-se dentro de uma problemática de organização interna da sociedade anônima. Naturalmente, o exercício desse direito afeta não somente o próprio titular, mas sobretudo terceiros vinculados de algum modo à companhia – sejam também acionistas ou outras partes interessadas. Por esse motivo, a lei societária tipicamente prevê controles e condicionantes ao exercício desse direito.

No sistema brasileiro, após muitas debates na literatura, consolidou-se a tese de que o direito de voto apresenta a natureza de um direito-função⁵⁴⁷. Nesse sentido, embora o sentido do voto seja sempre determinado por seu titular, impõe-se que esse exercício se dê em prol do interesse social⁵⁴⁸, finalidade que deve ser perseguida de forma proativa pelo acionista, na forma do artigo 115 da Lei nº

546 RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 157.

547 A esse respeito, ver: RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 169 e seguintes; FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 51 e seguintes; COMPARATO, Fábio Konder. Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial. In: _____. **Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 85-86.

548 Nesse sentido, “[a] função é um poder que não se exercita exclusivamente no interesse do seu titular, também no de terceiros, dentro de um clima de prudente arbítrio” (GRAU, Eros Roberto. **Elementos de direito econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1981. p. 119).

6.404/1976⁵⁴⁹. Em outras palavras, existe um vetor determinante no exercício dessa prerrogativa política⁵⁵⁰.

Como reflexo da natureza do direito de voto do acionista, a lei acionária institui duas figuras que limitam ou condicionam o seu exercício em situações em que há potencial ameaça ao interesse social. Trata-se dos institutos do voto abusivo e do conflito de interesses. De uma perspectiva dogmática, esses institutos vêm sendo tratados há tempos em nosso sistema pela literatura, reguladores e tribunais. O presente trabalho não tem a pretensão de dialogar diretamente com essas discussões, mas retomará parte delas como uma ferramenta para analisar a adequação de nossa regulação jurídica frente aos fenômenos que buscamos tratar.

A figura do voto abusivo está prevista no *caput* do referido artigo 115. A abusividade do voto é extraída de um tal exercício com o fim de causar dano (à companhia ou aos demais acionistas) ou de obter vantagem indevida (para si ou terceiros) que resulte (ou potencialmente possa resultar) em dano (à companhia e demais acionistas). No primeiro caso, prevalece a intenção do acionista em causar dano a terceiro, enquanto no segundo caso a intenção relevante

549 “Dessa forma, o voto é entendido como um poder (ou um *droit-fonction*, como diz a doutrina francesa), cujo exercício repercute na esfera de outrem. Se o poder é outorgado pelo ordenamento jurídico tendo em vista determinada finalidade, em função da qual o reconhece e o tutela, é evidente que o voto não pode ser livre no seu exercício, mas deve dirigir-se precipuamente àquela finalidade determinada pela lei” (FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 49).

550 ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 155. Nesse sentido, diz-se que o acionista que não integra o bloco de controle da sociedade deverá votar em consideração aos interesses estritamente societários (interesse comum dos sócios – *uti socii*), enquanto o acionista controlador deverá, além disso, considerar interesses externos (artigo 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976). COMPARATO, Fábio Konder. Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial. In: _____. **Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1995. p 86). No mesmo sentido: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses. In: _____. **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989. p. 13.

é aquela de obter vantagem a que não faz jus, assumindo, contudo, o risco de causar dano⁵⁵¹.

Na primeira hipótese, como se vê, não é necessário que o dano seja direcionado à companhia, admitindo-se também prejuízos aos demais acionistas (embora já houvesse discordância a esse respeito⁵⁵²). Na segunda hipótese, por sua vez, a previsão de que o benefício ilegítimo possa ser vertido tanto ao acionista, quanto a terceiro, significa uma ampliação do escopo da norma, a fim de evitar situações de fraudes em que se utilize de pessoas interpostas para receber o referido benefício⁵⁵³. Nos dois casos, podemos observar o cuidado do legislador em ampliar o texto do dispositivo a fim de maximizar a aplicação da norma ao caso concreto, propiciando maiores formas de controle do exercício do voto, prevendo padrões genéricos que estão dispostos apenas de forma exemplificativa⁵⁵⁴.

A análise casuística do voto deve, portanto, sempre ter em vista o vetor determinante do interesse social, constituindo a abusividade quando aquele se afastar deste⁵⁵⁵. Entretanto, a valoração do voto no caso concreto, bem como a prova de sua abusividade, desperta divergências na doutrina. Uma corrente entende que a Lei nº 6.404/1976 adota um critério objetivo para averiguar a abusividade do voto (a finalidade), razão pela qual não se deveria perquirir sobre a intenção do acionista no caso concreto, desconsiderando aspectos

551 FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 91.

552 COMPARATO, Fábio Konder. Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial. In: _____. **Direito empresarial: estudos e pareceres.** São Paulo: Saraiva, 1995. p. 90.

553 FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 90.

554 EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2, p. 243.

555 EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2, p. 244. Há quem afirme, no entanto, que o acionista pode votar em benefício próprio, desde que respeite o limite do interesse social e do direito dos outros sócios (ROBERT, Bruno. **As assembleias das S/A.** São Paulo: Singular, 2016. p. 41).

psicológicos⁵⁵⁶ e analisando-se apenas a causalidade⁵⁵⁷. Para outra corrente, no entanto, o voto abusivo pressupõe dolo específico⁵⁵⁸ (critério subjetivo), fazendo-se necessária uma investigação sobre a intenção do votante, mesmo que a prova se baseie em elementos circunstanciais⁵⁵⁹. De todo modo, para ambas as correntes o dano ou

556 “A lei societária leva em conta a finalidade econômica do acionista no exercício do direito de voto. Tal como acolhida essa antijuridicidade no Código Civil (art. 187), a lei societária adota o critério objetivo de conduta, não devendo ser considerada a intenção, no seu aspecto psicológico, doloso ou fraudulento. [...] O exame objetivo do ato de votar contrariamente ao interesse social é, pois, suficiente à configuração de um ilícito no exercício da prerrogativa, devendo o acionista responder pelos danos causados” (CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2, p. 500-501). No mesmo sentido: CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 202.

557 “Basta, assim, em suma, à caracterização do abuso, a emissão de voto de que resulte uma das finalidades indicadas pela Lei – dano à companhia e/ou a outros acionistas; ou obtenção de vantagem em prejuízo, efetivo ou potencial, da companhia ou de outros acionistas. Ou, por outras palavras, dispensada a investigação subjetiva do voto (intenção), há de restar, no entanto, demonstrada a relação de causalidade objetiva entre o voto e o dano ou o prejuízo para a companhia e/ou acionistas, e pelos quais responde civilmente o acionista votante” (LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 1066).

558 “A caracterização do exercício abusivo do voto exige dolo específico, levando-se em conta a finalidade do voto, o que nem sempre é fácil de provar” (RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 356). No mesmo sentido: “Sem esse elemento doloso – e, obviamente, o dano ou a potencialidade de dano – por assim dizer, não se caracterizará o abuso. É elemento essencial e indispensável para a caracterização do voto como abusivo” (ARAGÃO, Paulo Cezar. Apontamentos sobre desvios no exercício do direito de voto: abuso de direito, benefício particular e conflito de interesses. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Coord.). **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 188-189).

559 “Para verificar, em cada caso, a ocorrência de abuso no exercício do direito de voto, é indispensável que o juiz perquiria fins com que o acionista exerceu o voto, uma vez que a ilegalidade que vicia a deliberação da Assembléia Geral consiste em votar com outro fim que não o interesse da companhia. A prova da intenção do acionista somente pode basear-se, evidentemente, em elementos circunstanciais, já que o acionista que exerce o voto com violação da lei não revela sua intenção, mas, ao contrário, procura disfarçá-la com a alegação de interesse da companhia. Essa sindicância da intenção não se confunde com a apreciação do mérito ou da conveniência da deliberação da Assembléia: ainda que a decisão tomada pelo acionista ao exercer o direito de voto seja – segundo qualquer critério – errada ou inconveniente para a companhia, seu voto é válido se agiu de boa-fé no interesse da companhia” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Forense, 1992. p. 469-470).

a potencialidade de dano são essenciais para caracterização do voto abusivo.

A regra do conflito de interesses, por sua vez, está disposta no §1º do artigo 115. Trata-se de situações nas quais o acionista se encontra proibido de exercer o direito de voto em razão de algum interesse especial que detém sobre aquela deliberação. Há, nesse sentido, uma suspensão do exercício do direito de voto⁵⁶⁰. Os autores distinguem as situações de conflito de interesses em dois grupos: *divieto di voto*, hipóteses nas quais não há dúvidas que o acionista não poderá exercer seu voto⁵⁶¹, tratando-se de presunção absoluta do conflito⁵⁶² e controle *ex ante* da legitimidade do voto; e uma regra geral (ou conflito de interesses *stricto sensu*), cujas hipóteses não foram antecipadas pelo legislado e demandam uma análise casuística. Quanto a essa última, como se sabe, a doutrina brasileira divide-se entre a corrente formal e a corrente substancial⁵⁶³, que se diferenciam sobretudo quanto ao momento do controle: antes ou depois do exercício do voto.

A despeito de a disciplina de controle do exercício do direito de voto ser, em grande medida, coerente com o que se vê em outros ordenamentos jurídicos⁵⁶⁴, pode-se notar determinadas deficiências que por vezes ceifam sua aplicação e impedem a satisfação de seus

560 SALOMÃO FILHO, Calixto. Conflito de interesses: oportunidade perdida. In: _____. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 193, nota de rodapé n. 16.

561 Deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social, a aprovação de suas contas como administrador ou que puderem beneficiá-lo de modo particular.

562 ARAGÃO, Paulo Cezar. Apontamentos sobre desvios no exercício do direito de voto: abuso de direito, benefício particular e conflito de interesses. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Coord.). **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 189.

563 De certo como, podemos dizer que existe uma corrente intermediária, que admite proibições prévias para determinadas situações (como celebração de contrato entre o acionista e a companhia), ditas *formais*, e outras menos evidente, que permitiram o voto do acionista, ditas *substanciais*. Por todos, ver: EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2, p. 250 e seguintes.

564 Por exemplo, o direito alemão e italiano. A esse respeito: FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

objetivos. Embora a doutrina especializada não se mostre atenta a essas particularidades⁵⁶⁵, focando sobremaneira em desenvolver argumentos que deem sustentação a alguma daquelas correntes doutrinárias, trata-se de questões que devem ser endereçadas para se refletir sobre a adequação dessa disciplina. E, quando partimos dessa perspectiva, é possível apontar três principais fatores que contribuem para reduzir a eficácia de nossa regulação jurídica nesse aspecto.

O primeiro fator diz respeito à falta de clareza quanto às situações de proibição do voto do acionista. Esse problema se desdobra em dois planos diferentes: tanto no que se refere às pessoas que se encontram proibidas de exercer o direito de voto (*plano subjetivo*) quanto no que se refere às situações que ensejam tal proibição (*plano objetivo*).

No plano subjetivo, a dificuldade está em determinar as pessoas que se encontram impedidas de exercer o direito de voto quando há hipótese de conflito de interesses. Não existem dúvidas para os casos em que a pessoa que se encontra em situação de impedimento é a que pretende exercer o voto, pois, assim, haverá mera subsunção da norma ao caso concreto. O impasse surge quando a pessoa que está potencialmente impedida de exercer o voto tem relação com outros titulares que, em teoria, não o estariam, discutindo-se a extensão do impedimento a estes também. O que se tem, portanto, são hipóteses que fogem da álea comum, podendo ocorrer tanto pela utilização de pessoa jurídica interposta, nas hipóteses em que seu acionista controlador final ou administrador esteja impedido de votar⁵⁶⁶, quanto

565 No Brasil, o debate em torno do direito de voto quase sempre ficou concentrado na teoria formal ou substancial do conflito de interesses, tendência que também acabou por pautar, em grande parte, as discussões jurisprudenciais sobre o tema. Uma perspectiva global, que considere o problema do controle do exercício do direito de voto de forma mais ampla do que a simples “correta” interpretação do artigo 115 da Lei nº 6.404/1976 é rara entre nós. Nesse sentido: SALOMÃO FILHO, Calixto. Conflito de interesses: oportunidade perdida. In: _____. **O novo direito societário**: eficácia e sustentabilidade. São Paulo: Saraiva, 2019.

566 Essa hipótese já foi debatida em: CVM. **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.011669/2017-11**. Relator: Diretor Otto Lobo. Julgado em 19 de setembro de 2023; CVM. **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.008172/2021-93**. Relator: Diretor Otto Lobo. Julgado em 23 de maio de 2023; CVM. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2014/10556**. Relator: Diretor Pablo Renteria. Julgado em 24 de

pela cessão do direito a terceiro por meio de penhor, alienação fiduciária, usufruto das ações ou outros negócios jurídicos⁵⁶⁷, votando com as ações cujo titular originário estaria impedido de fazê-lo. Esses casos podem configurar fraude à lei⁵⁶⁸, pois valem-se da limitação subjetiva prevista no artigo 115 da Lei nº 6.404/1976 (que se refere apenas a “acionista”) para criar situações em que o voto seja exercido de maneira contraditória aos fundamentos da norma.

No plano objetivo, a obstrução à aplicação da regra diz respeito à dificuldade em se determinar a proibição de voto no caso concreto. Isso ocorre tanto no que se refere ao momento do controle quanto à definição das situações que ensejam impedimento. Em relação ao momento de realização do controle ao exercício do voto, a raiz do problema está na incerteza sobre a teoria aplicável no Brasil (conflito formal ou substancial), tanto pela jurisprudência⁵⁶⁹ quanto

outubro de 2017; CVM. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2014/10060**. Relator: Diretor Pablo Renteria. Julgado em 19 de outubro de 2015. Além disso, há pronunciamentos na doutrina: **CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da**. *Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 271.

567 O impedimento do voto para o usufrutuário já foi decidido em: CVM. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2018/2150**. Relator: Diretor Henrique Machado. Julgado em 23 jun. 2020. Para pronunciamentos do Poder Judiciário, ver: FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 93-94.

568 Sobre o conceito de fraude à lei, conferir: PEREIRA, Régis Velasco Fichtner. Da regra jurídica sobre fraude à lei. **Doutrinas Essenciais de Direito Civil**, v. 4, p. 123-150, 2010.

569 O Poder Judiciário não oferece uma jurisprudência consolidada sobre o assunto, seja pela falta de especialização de seu corpo, seja pela falta de casos que chegam para sua apreciação. A dificuldade em se formar uma jurisprudência arbitral sobre o assunto esbarra no sigilo dos procedimentos, que, em regra, impedem a publicização das decisões. Em relação à jurisprudência da CVM, embora haja diversas decisões a respeito, o teor destas encontram-se sujeitas ao arbítrio da composição do Colegiado (ora mais favorável à tese de conflito formal, ora pendente à tese de conflito substancial), o que também não facilita a estabilização do tema. Isso pode ser demonstrado no voto do Presidente Marcelo Barbosa no Processo Administrativo Sancionador nº 05/2015 (19957.007320/2020-71): “[...] noto que, por maior que tenha sido a acolhida da tese do conflito material ou formal, o posicionamento da CVM sobre o tema jamais chegou a se estabilizar em um sentido ou em outro. Essa falta de estabilidade desautoriza, a meu ver, o entendimento, algumas vezes manifestado em meios de comunicação e mesmo em estudos acadêmicos, de que este Colegiado teria se filiado a qualquer das teses defendidas. Obviamente, houve a formação de maiorias em oportunidades em

pela doutrina⁵⁷⁰, o que torna imprevisível a aplicação da norma e traz insegurança jurídica aos acionistas. Essa mesma imprevisibilidade também atinge a definição concreta das hipóteses em que há conflito de interesses⁵⁷¹, pois sendo a norma intencionalmente aberta⁵⁷², caberia à jurisprudência e doutrina desenvolver suas hipóteses de aplicação. Isso cria um ambiente de incertezas que eleva os custos de atuação e desincentiva os agentes a buscarem a concretização da norma, o que pode acabar privilegiando o *status quo*, isto é, permitindo o exercício do voto mesmo nas hipóteses de flagrante conflito⁵⁷³.

O segundo fator está relacionado diretamente à indefinição sobre hipóteses de aplicação da proibição de voto. Diz respeito à falta de clareza quanto aos legitimados para análise das situações de conflito de interesses, assim como para aplicação do respectivo controle do exercício do direito de voto. Obviamente, o foro adequado para reconhecimento da existência de conflito de interesses no caso concreto sempre será o órgão jurisdicional competente ou a CVM

que foram necessárias deliberações sobre casos concretos. Contudo, o exame mais detido dos precedentes revela a ausência de uma linha que tenha se mantido íntegra por tempo suficiente para que seja considerada um entendimento dominante” (CVM. **Processo Administrativo Sancionador nº 05/2015 (19957.007320/2020-71)**. Relator: Presidente Marcelo Barbosa. Julgado em 09 de novembro de 2021. Essa omissão doutrinária e jurisprudencial é frequentemente apontada pelos autores. A esse respeito: CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de interesses nas sociedades anônimas**: hierarquia e conflitos. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 24.

570 É preciso notar que especialmente a doutrina que se filia à corrente substancial acaba por rejeitar qualquer tentativa de prever hipóteses de conflito de interesses *ex ante* sob o argumento de que essa análise deveria ser sempre casuística, o que impede o desenvolvimento doutrinário de parâmetros mais claros.

571 “O grande problema é, ainda aqui, o recurso à expressão ‘interesse conflitante com o da companhia’. Mal definido e mal estabelecido estruturalmente como é o interesse social, uma tal menção só reforça posições jurisprudenciais tendencialmente aversa a intervir nos negócios sociais” (SALOMÃO FILHO, Calixto. Conflito de interesses: oportunidade perdida. In: _____. **O novo direito societário**: eficácia e sustentabilidade. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 194).

572 Como deixa clara a exposição de motivos da Lei nº 6.404/1976: “Trata-se de matéria delicada em que a lei deverá deter-se em alguns padrões necessariamente genéricos, deixando à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder de maioria, no interesse da companhia e da empresa”.

573 SALOMÃO FILHO, Calixto. Conflito de interesses: novas esperanças. In: _____. **O novo direito societário**: eficácia e sustentabilidade. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 198.

(circunscrita aos limites de sua competência). Entretanto, discute-se também a possibilidade de a própria companhia (pela figura do presidente da mesa de Assembleia) desconsiderar os votos exercidos de forma abusiva ou em conflito de interesses. Essa dúvida tem origem em dois problemas principais em relação à disciplina do direito de voto. No primeiro plano, indaga-se se a espera por uma decisão (judicial ou administrativa) poderia fornecer uma solução tempestiva⁵⁷⁴. De outro plano, discute-se a abrangência dos poderes do presidente da mesa, o que decorre da ausência de regras claras quanto a essa figura em nossa lei⁵⁷⁵, o que traz dúvidas sobre a existência de tal competência⁵⁷⁶. Essas incertezas remontam às próprias dúvidas quanto à aplicação da teoria formal ou substancial, pois a doutrina que se filia à teoria substancial nega que o presidente da mesa teria tais poderes⁵⁷⁷.

Por fim, o terceiro fator está relacionado à assimetria de informações que existe entre os acionistas. A formação da sociedade empresarial tem como objetivo organizar os diversos interesses que

574 SALOMÃO FILHO, Calixto. Conflito de interesses: novas esperanças. In: _____. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 198.

575 ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 308.

576 YAZBEK, Otavio. A vinculação dos administradores das sociedades aos acordos de acionistas – exercício de interpretação do § 8º do art. 118 da Lei n. 6.404/1976. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, n. 1, p. 1-25, 2015. Em sentido contrário, conferir: TRINDADE, Marcelo. A eficácia dos acordos de voto e o interesse social. In: CANDIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANDIDIANO, Isabel (Coord.). **Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos**: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano. São Paulo: Quartier Latin, 2019. v. 1, p. 158.

577 “A primeira questão não é efetivamente enfrentada pela doutrina, até mesmo porque nenhuma norma da Lei das S.A. confere expressamente ao presidente de uma assembleia ou de uma reunião o poder de verificar a legalidade dos votos proferidos. Na verdade, como acima dito, a única norma que confere poderes ao presidente da assembleia ou reunião para verificar o conteúdo de votos proferidos é exatamente a do § 8º do art. 118 da Lei das S.A.” (TRINDADE, Marcelo. A eficácia dos acordos de voto e o interesse social. In: CANDIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANDIDIANO, Isabel (Coord.). **Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos**: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano. São Paulo: Quartier Latin, 2019. v. 1, p. 158). No mesmo sentido: SILVA, Thiago José da; PACHECO, João Marcelo G. Poderes e deveres do presidente do Conselho de Administração. In: ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, André Grunspun (coords.). **Governança corporativa: avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 867-868.

nela recaem para desenvolvimento de uma atividade, de modo que, a partir de determinado tamanho da companhia, torna-se impossível que todos os acionistas participem de sua gestão diária⁵⁷⁸ e tomem contato com suas informações rotineiras. Nesse cenário, grande parte das informações ficam restritas à estrutura administrativa da companhia e, conseqüentemente, àqueles acionistas que gozam de alguma representatividade no capital social, uma vez que isso lhes permite eleger representantes.

Essa constatação não é trivial. O trato da informação entre acionistas, administração e demais partes interessadas afeta o próprio funcionamento da sociedade, especialmente no que toca aos processos decisórios desses agentes⁵⁷⁹, uma vez que o pressuposto para exercício de suas posições jurídicas é o acesso a um mínimo de informações para se calcular os riscos e prever conseqüências de suas ações, considerando que tal assimetria pode gerar ou acentuar incertezas⁵⁸⁰. Sendo assim, em situações nas quais a informação não é adequadamente distribuída, abre-se espaço para atuações disfuncionais, pois a imposição de controles não se efetiva em razão do desconhecimento de seus efeitos e conseqüências⁵⁸¹.

Essa realidade é muito bem notada pela literatura na relação *insiders* (acionistas controladores e administradores) e *outsiders* (acionistas minoritários e investidores do mercado em geral)⁵⁸². Aqui gostaríamos de frisá-la especificamente na relação entre os próprios acionistas,

578 MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e direito societário**: poder de controle e grupos de sociedades. São Paulo: Juarez Oliveira, 2002. p. 213.

579 PITTA, André Grünspun. O direito do acionista à informação. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 164.

580 SZTAJN, Rachel. Direito societário e informação. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de et al. (Coord.). **Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 217.

581 Nesse sentido: PITTA, André Grünspun. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários**: uma reflexão sobre o regime de divulgação imposto às companhias abertas brasileiras. 2013. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. p. 47.

582 SALOMÃO FILHO, Calixto. Informação completa, direito societário e mercado de capitais. In: _____. **O novo direito societário**: eficácia e sustentabilidade. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 279-291.

principalmente quando falamos na situação de conflito de interesses e voto abusivo, pois a aplicação desses institutos pressupõe um mínimo de informação sobre a circunstância que confere a abusividade ao voto ou que constituem o conflito de interesses⁵⁸³. O legislador parte da premissa de que tais situações podem ser fiscalizada⁵⁸⁴, o que é equivocado por diversos fatores, mas principalmente pela assimetria informacional. Isso é potencializado pelo fato de que, nos casos de exercício do voto, as situações que poderiam evidenciar sua ilegalidade são, muitas vezes, particulares do próprio acionista que exerce voto e não divulgáveis aos demais. Dessa forma, por exemplo, conhecer que determinado acionista tem interesses econômicos em relação à contraparte da companhia em determinada operação pode ser impraticável se essa posição não recair em obrigações de divulgação, o que diz respeito diretamente à problemática do *new vote buying*⁵⁸⁵. Naturalmente, esse panorama remete os agentes a uma

583 O que se quer dizer aqui é simples: os demais acionistas apenas poderiam controlar o exercício do direito de voto do acionista impedido caso eles tivessem conhecimento sobre os fatos que imputam a regra do artigo 115 à sua circunstância. Evidentemente, a falta de conhecimento dos fatos implica na não aplicação da regra.

584 “Reconheço, como aliás já reconhecia na discussão sobre conflito de interesses na Lei nº 6.404, 15.12.1976, que não raro a identificação dos conflitos de interesses é problemática e que, por isso mesmo, em muitos casos apenas a parte que está em conflito terá condições de apontar a sua existência” (CVM. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2012/13220 e RJ 2012/15177**. Relator: Diretor Otavio Yazbek. Julgado em 06 de agosto de 2013). No mesmo sentido: SALOMÃO FILHO, Calixto. Conflito de interesses: oportunidade perdida. In: _____. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 186.

585 “Decerto que esta consideração genérica – apesar de, quanto a nós, incontroversa – não tem, por si só, qualquer eficácia limitativa ou disciplinadora do exercício do voto se não for acompanhada de regras que obriguem à divulgação das posições em causa e que permitam identificar tanto os titulares das posições longas como das posições curtas, tornando assim possível o discernimento de situações de prossecução pelo acionista de um interesse económico negativo, que afinal mais não é do que a tentativa de lesar a sociedade através do exercício do voto” (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre empty voting. **Revista de Direito das Sociedades**, n. 1, p. 85-102, 2012.

dificuldade de investigação⁵⁸⁶ e, consequentemente, de produção de provas para garantir o cumprimento de tais regras.

4. A DISCIPLINA DO CONTROLE DO DIREITO DE VOTO FRENTE AO *NEW VOTE BUYING*

A dissociação entre exposição econômica e direitos políticos do titular de ações não é algo absolutamente negativo. É reconhecido pela literatura que ela cumpre funções relevantes⁵⁸⁷, principalmente em mercados acionários dispersos⁵⁸⁸. Tampouco se trata de algo novo, tendo existido diversas outras formas acessíveis aos acionistas para realizar tal dissociação em tempos passados⁵⁸⁹. No entanto, o modo como a dissociação ocorre atualmente no *new vote buying* traz complexidades adicionais que devem ser endereçadas pelo ordenamento jurídico, tendo em vista as características de sua potencial disfuncionalidade⁵⁹⁰.

Principalmente em razão do surgimento de novos incentivos econômicos, as disfuncionalidades do *new vote buying* podem balizar

586 “A situação de conflito (no caso, material) de interesse só pode ser apurada com uma competente, e corajosa, investigação da situação e, como visto acima, tratando-se de direito material, do comportamento culposo ou não do administrador” (SALOMÃO FILHO, Calixto. Conflito de interesses: oportunidade perdida. In: _____. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 198).

587 BARRY, Jordan M.; HATFIELD, John William; KOMINERS, Scott Duke. On derivative markets and social welfare: a theory of empty voting and hidden ownership. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**, n. 433, p. 1-52, 2012.

588 MARAIS, David. Decoupling voting rights from economic interest: the case of empty and negative voting. **Trinity College Law Review**, v. 18, p. 180-200, 2015; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre empty voting. **Revista de Direito das Sociedades**, n. 1, p. 55-80, 2012.

589 CLOTTENS, Carl. Empty voting: a European perspective. **European Company and Financial Law Review**, v. 9, n. 4, p. 1-25, 2012.

590 Do ponto de vista da análise econômica, argumenta-se que a possibilidade de dissociação dos direitos políticos e exposição econômica apenas potencializa um problema de equilíbrio de mercado que é inerente ao mercado de ações, mas, por outro lado, também impede que este atinja um resultado mais eficiente – “*core outcome*” (BARRY, Jordan M.; HATFIELD, John William; KOMINERS, Scott Duke. **On derivative markets and social welfare: a theory of empty voting and hidden ownership**. Stanford Law and Economics Olin Working Paper, n. 433, 2012).

o exercício das diversas posições subjetivas do acionista⁵⁹¹, não se restringindo ao direito de voto⁵⁹². Considerando o escopo do presente trabalho, no entanto, focaremos nossa análise sobre os efeitos desse fenômeno ao exercício dos direitos políticos.

Naturalmente, essas potenciais disfuncionalidades podem ser mais ou menos graves em razão do poder de influência que o acionista detém sobre a companhia⁵⁹³. Quando tomamos os acionistas controladores como referência, fica evidente as eventuais dificuldades que podem decorrer do *new vote buying*, já que as ações sob sua titularidade conferem direitos políticos que oferecem a prerrogativa de verdadeiro comando da sociedade. Sendo assim, as decisões dos controladores que não visem ao interesse da própria sociedade acabam por ser decisivas para atingir a esfera jurídica de terceiros (em especial, dos próprios acionistas minoritários⁵⁹⁴), tornando mais provável a produção de resultados a partir dessa conduta disfuncional. Nada obstante, esses mesmos problemas também podem ser visualizados em relação a acionistas que, a despeito de não integrarem o bloco de controle, exerçam certa influência sobre a sociedade⁵⁹⁵.

591 Nesse sentido: OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais. **Revista de Direito das Sociedades**, v. 3, p. 557-580, 2013.

592 Nos Estados Unidos, há, por exemplo, casos judiciais em que se discute o exercício do direito de fiscalização do acionista que esteja envolvido com estratégias que levam ao *empty voting* (DEEPHAVEN RISK ARB TRADING LTD. v. UNITEDGLOBALCOM, INC. No. Civ.A. 379-N, 2005 WL 1713067 (Del. Ch. July 18, 2005)).

593 Embora o conceito de influência possa ser tomado em um sentido fora do conceito restrito de direitos políticos (como, por exemplo, a influência que grandes gestoras possam exercer na sociedade em razão de sua reputação no mercado, independentemente do tamanho de sua participação no capital social), aqui abordamos-me no sentido de influência decorrente do poder político que o acionista exerce na sociedade.

594 Os acionistas minoritários, dessa forma, encontram-se, em regra, em situação de sujeição ao acionista controlador. Nesse sentido: ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 50.

595 A Lei nº 6.404/1976 não é alheia ao conceito de influência, valendo-se dele para classificar as sociedades como coligadas (artigo 243, §1º). No entanto, quando analisamos as eventuais disfuncionalidade que decorrem do *new vote buying*, devemos ter um olhar mais sensível do que aquele que se utiliza apenas do conceito de influência significativa. Com efeito, “[p]or influência relevante, pretende-se designar todas as formas de interferência no processo de decisão empresarial, não

Como temos discutido, o efeito mais relevante do *empty voting*, ao menos para o objeto deste estudo, é a imposição de novos incentivos econômicos ao acionista ou a exclusão de sua exposição econômica em relação à companhia, o que acaba por influenciar o sentido do exercício (ou não exercício) do direito de voto ao interferir nas amarras do interesse econômico desse agente, em estratégias que são tipicamente ocultas. As disfuncionalidades que queremos analisar referem-se justamente à situação de interesse econômico negativo (*negative vote*) ou interesse econômico neutro (isto é, ausência de exposição econômica). Isso porque, evidentemente, quando o acionista tiver interesse econômico positivo em relação à companhia não haveria, em tese, motivos para que o voto fosse exercido em sentido contrário ao interesse social⁵⁹⁶.

Sem dúvidas, a disfuncionalidade mais grave nas hipóteses de *empty voting* é o *negative vote*⁵⁹⁷. Em tais estratégias, o acionista terá incentivos econômicos para exercer o direito de voto de maneira inversa ao interesse social, já que se beneficiará da desvalorização de sua participação na companhia. Embora o direito societário anteveja situações em que o acionista possa ter interesses contrários aos da companhia, o que não seria uma novidade, o *negative vote* emerge de operações complexas e que fogem do imaginário comum, potencializando o possível desalinhamento de interesses e permitindo atingi-lo de forma mais fácil e rápido.

emanadas do titular do poder de controle, que imponham restrições a este, em menor ou maior grau, condicionando ou bloqueando suas orientações” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e direito societário**: poder de controle e grupos de sociedades. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002. p. 232-233). A partir disso, propõe-se o abandono de uma visão dualista entre acionista controlador, que comanda a sociedade por contra própria, e acionista minoritário, que é passivo àquele comando. Em menor grau, tais acionistas minoritários também podem exercer influência sobre a companhia e, a depender de sua representatividade, impor sua vontade a terceiros.

596 Eventualmente, pode-se concluir que atuar para aumentar a cotação das ações da companhia a mercado em curto prazo seja contra o interesse social. No entanto, maiores digressões sobre essa ressalva fugiriam do escopo do presente trabalho.

597 COHEN, Jonathan. **Negative vote**: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it. **Harvard Journal on Legislation**, v. 45, n. 1, p. 237-260, 2008.

No que se refere à ausência de exposição econômica pelo acionista, embora essa estratégia não leve necessariamente a uma atuação contrária aos interesses da companhia, a literatura aponta dois principais efeitos deletérios. O primeiro seria um uso imprudente do direito de voto, já que o acionista não sofrerá com as consequências econômicas de sua decisão. O segundo seria o abstencionismo acionário, que decorreria da falta de interesse nas deliberações sociais.

Especificamente sobre o segundo ponto, o absenteísmo é um problema de longa data na história das companhias, especialmente presente em mercados acionários dispersos⁵⁹⁸. Normalmente, a falta de interesse do acionista em participar da vida política da companhia pode se originar de motivos variados que se relacionam a algum grau de perda de atratividade nessa participação⁵⁹⁹, notadamente com acionistas de pouca representatividade no capital social⁶⁰⁰. O *empty voting*, no entanto, ao excluir a exposição econômica do acionista em relação à companhia, potencializa esse fenômeno na medida em que anula quaisquer eventuais benefícios do exercício do voto, independentemente da representatividade desses acionistas⁶⁰¹. Em

598 RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 59.

599 RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 59 e seguintes; OIOLI, Erik Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na Lei das Sociedades Anônimas**. 2011. 300 f. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. p. 136 e seguintes.

600 A falta de uma maior influência nas decisões pode explicar historicamente até mesmo o surgimento das ações preferenciais e do voto múltiplo. Entende-se que esses títulos nasceram com a finalidade de atrair mais acionistas minoritários, de modo a possibilitar a capitalização das companhias em um momento em que o público investidor perdia seu interesse no mercado acionário, diante de concentrações acionárias cada vez maiores. A esse respeito: WARDE, Walfrido; VALIM, Rafael. **Abutres, ingênuos e a ameaça de destruição da grande companhia**. São Paulo: Contracorrente, 2021. p. 108-110.

601 Em outro sentido, parte da literatura entende que o *new vote buying* combate o absenteísmo, uma vez que permite a aquisição de direitos políticos de uma forma mais fácil, privilegiando seu exercício por pessoas que estejam verdadeiramente interessadas. A esse respeito: RINGE, Wolf-Georg. **Hedge funds and risk-decoupling: the empty voting problem in the European Union**. Oxford Legal Studies Research Paper, Oxford, n. 52, p. 1-45, 2012.

outras palavras, enquanto o absentéismo “típico” usualmente atinge os investidores de menor representatividade, esse fenômeno quando decorrente do *empty voting* pode potencializar tais prejuízos, já que atinge inclusive os acionistas de maior representatividade. Como consequência, eleva-se o risco de que haja obstrução ou atraso em deliberações⁶⁰², o que pode ter consequências tão negativas quanto o *negative vote*⁶⁰³.

Para além dos efeitos sobre os incentivos dos acionistas, o *new vote buying* também potencialmente majora a assimetria de informações entre os acionistas no que se refere às hipóteses que poderiam levar a aplicação de algum dos instrumentos previstos no art. 115 da Lei nº 6.404/1976. Como argumentamos anteriormente, a regularidade do fluxo de informações pode fragilizar os mecanismos de controle do voto, e isso é especialmente relevante nos casos de *new vote buying* de uma forma geral, considerando que se trata de estratégias que usualmente não se sujeitam a regras de divulgação imediata.

Umavezestabelecidasasprincipaispotenciaisdisfuncionalidades do *empty voting*, podemos avançar na análise da recepção desse fenômeno pela disciplina do controle do exercício do direito de voto prevista na lei acionária brasileira.

5. A RECEPÇÃO DO *EMPTY VOTING* NO SISTEMA BRASILEIRO

Como se discorreu acima, as estratégias que levam ao *empty voting* não são necessariamente disfuncionais. Há interesses e valores legítimos desse ambiente que são alcançados e protegidos por meio dos instrumentos e estratégias que levam àqueles efeitos. Por esse motivo, a literatura especializada se mostra cética quanto à instituição

602 Para uma análise completa desse fenômeno, é relevante a distinção entre ausência e abstinência acionário, o que fugiria do escopo desse trabalho. Sobre isso, no entanto, ver: ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 312 e seguintes.

603 ROBERT, Bruno. **As assembleias das S/A**. São Paulo: Singular, 2016. p. 60.

de uma proibição geral e direta para o exercício de voto de acionistas envolvidos em estratégias dessa natureza, como mencionado.

De todo modo, propostas proibitivas como essa ganham corpo especialmente quando direcionadas às hipóteses de *negative vote*. Afinal, a gravidade desses casos é ressaltada⁶⁰⁴ e se aproximam sobremaneira das situações disfuncionais que os legisladores justamente buscaram evitar ao instituir determinados limites e condicionantes ao exercício do direito de voto na lei societária. No entanto, a literatura aponta determinadas dificuldades na criação de uma regra geral que vedasse o exercício do voto em casos de *empty voting*.

Em linhas gerais, opõe-se dois fatores principais para sustentar essa posição⁶⁰⁵. O primeiro diz respeito à complexidade para se definir as operações que estariam submetidas a uma regra como essa, considerando que se trata de um mercado dinâmico e que os investidores dificilmente teriam dificuldades de estruturar formas não antevistas para atingir os mesmos efeitos. A segunda dificuldade está ligada ao limite de desproporcionalidade que se aceitaria nesse sistema antes de se retirar o direito de voto de um investidor e a forma que seria realizado o cálculo da exposição econômica desse acionista para incidência da norma proibitiva. Com isso, a literatura considera que a proibição do voto seria uma medida extrema a ser aplicada a casos excepcionais, de modo que uma regra proibitiva geral não teria a sensibilidade de separar os casos verdadeiramente disfuncionais⁶⁰⁶.

Para além esses fatores, também não se pode esquecer que, no sistema brasileiro, a proporcionalidade entre interesse econômico e direitos políticos deixou de ser um padrão há muito tempo. Atualmente, encontram-se à disposição dos acionistas e das companhias uma série

604 MARTIN, Shaun; PARTNOY, Frank. Encumbered shares. **University of Illinois Law Review**, v. 2005, n. 3, p. 775-838, 2005.

605 HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard. The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership. **Southern California Law Review**, v. 79, n. 4, p. 811-908, 2006.

606 RINGE, Wolf-Georg. Hedge funds and risk-decoupling: the empty voting problem in the European Union. **Oxford Legal Studies Research Paper**, n. 52, p. 1-80, 2012; OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais. **Revista de Direito das Sociedades**, v. 3, n. 1, p. 557-600, 2013.

de instrumentos e estratégias que potencialmente levam a essa mesma dissociação, ainda que em outros moldes. Desse modo, a previsão de uma regra geral que vedasse tal dissociação para determinadas estratégias e não para outras poderia ser contraditória e injustificável de um ponto de vista sistêmico.

Isso não significa, é claro, que se possa prescindir dos instrumentos previstos no artigo 115 da Lei nº 6.404/1976 para controlar as disfuncionalidades criadas por essas estratégias. Com efeito, é justamente na ausência de uma intervenção mais segmentada sobre o fenômeno que se torna importante a aplicação balizada dos instrumentos já disponíveis para garantir o adequado funcionamento do sistema societário. E, para isso, nossa análise deve se dividir entre o *negative vote* e a completa ausência de exposição econômica, as duas hipóteses que temos nos debruçado.

Antes de passar a tais questões, vale uma ressalva. Considerando as divergências conceituais que existem sobre os institutos do voto abusivo e do conflito de interesses, inclusive com parcela da doutrina aproximando-os sobremaneira⁶⁰⁷, não entraremos nos meandres de cada instituto quando da análise dos fenômenos aqui estudados. Adentrar no debate que existe na literatura a esse respeito, adotando uma ou outra corrente, fugiria do escopo do presente trabalho e seria pouco produtivo para análise que se pretende fazer.

Feita essa ressalva, comecemos pela análise pelo *negative vote*. No passado, parte da literatura brasileira se posicionou no sentido de que esse fenômeno não estaria ao alcance dos “princípios societários”. Em linhas gerais, argumentava-se que o *negative vote* teria características próprias que tornaria duvidoso o seu controle por meio da aplicação do artigo 115, tendo em vista “não se trata[r] de situações

607 FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 103 e seguintes. ROBERT, Bruno. **As assembleias das S/A.** São Paulo: Singular, 2016. p. 41. Por essa linha, poderia ser até mesmo irrelevante debater qual dos dois institutos seria mais adequado para regular o *negative vote*, já que de todo modo estaríamos diante de uma hipótese de anulação (artigo 115, § 3º). Nesse sentido: OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais. **Revista de Direito das Sociedades**, v. 3, n. 1, p. 557-600, 2013.

de evidente má-fé ou atitudes explícitas e exclusivamente destrutivas” do acionista, mas “estrutura de incentivos racionalmente econômicos [que] simplesmente ignora o sistema posto”⁶⁰⁸.

A nosso ver, ainda que se trate de uma estrutura de incentivos econômicos “racionais” ou que não haja “má-fé”, o *negative vote* não se distancia essencialmente das hipóteses de conflito de interesses ou de abuso do direito de voto⁶⁰⁹. Com efeito, a existência de um interesse econômico, mesmo que decorrente de estratégias legítimas ou adotadas de boa-fé, não livra o acionista de observar estritamente o disposto no artigo 115⁶¹⁰. Essa conclusão é extraída da própria natureza de dever-função do direito de voto, comentada acima.

A bem da verdade, essa hipótese de incentivos econômicos “racionais” não foge essencialmente das situações clássicas de conflito de interesses comumente debatidas pela literatura, como no contrato bilateral celebrado entre o acionista e a companhia⁶¹¹. Veja-se que tanto nessa hipótese quanto no *negative vote* o voto pode ser justificado pelo acionista de uma forma racional, tendo em vista a conduta que é esperada do agente submetido a incentivos econômicos dessa natureza, de modo que não se sustenta um tratamento diferente para cada uma dessas situações. Além disso, não há, como vimos, em nenhuma das figuras previstas no artigo 115 o requisito de má-fé do acionista. Portanto, atuar de forma desalinhada ao interesse social, ainda que racionalmente ou de boa-fé, basta para incidência daqueles remédios.

608 ROBERT, Bruno. **As assembleias das S/A**. São Paulo: Singular, 2016. p. 58-59.

609 Para essa discussão na literatura estrangeira: OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre empty voting. **Revista de Direito das Sociedades**, n. 1, p. 55-80, 2012.

610 Parte da literatura estrangeira, inclusive, qualifica o *empty voting* como um exemplo clássico de conflito de interesses. Nesse sentido: OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais. **Revista de Direito das Sociedades**, v. 3, n. 1, p. 557-600, 2013.

611 COMPARATO, Fábio Konder. Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial. In: _____. **Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 91.

Quanto à hipótese de ausência de exposição econômica do acionista, a análise deve ser segmentada em duas situações distintas.

Na primeira, o acionista exerce o direito de voto a despeito de não ter qualquer exposição econômica sobre a companhia. Nesse caso, seria possível argumentar que a falta de interesse econômico na deliberação seria elemento conclusivo de que esse voto não atenderia ao previsto no artigo 115 da Lei nº 6.404/1976. A CVM já se debruçou sobre esse tema em um caso análogo que tratava de usufruto de ação. Naquela oportunidade, o Colegiado indicou que a ausência de exposição econômica do acionista em relação à companhia seria um fator de ausência de legitimidade para o exercício do voto⁶¹². Entendemos, contudo, que a justificativa apresentada pelo regulador não pode ser tomada como regra geral para defender uma vedação de voto nessas hipóteses.

Com efeito, da existência de uma “neutralidade” no exercício desse direito não se pode extrair que o voto proferido pelo acionista estará, necessariamente, desalinhado ao interesse social. De fato, do ponto de vista de regulação jurídica, é desejado que exista um alinhamento econômico entre os acionistas e a companhia. Contudo, do ponto de vista dogmático, a verificação dessa ausência de exposição não é suficiente para se concluir pela ilicitude do voto: é preciso antes verificar se o direito foi exercido de forma alinhada ao interesse social⁶¹³. Em outras palavras, a falta de interesse econômico

612 CVM. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2018/2150**. Relator: Diretor Henrique Machado. Julgado em: 23 de junho de 2020. Nessa oportunidade, afirmou-se que “inexistindo a fruição dos direitos patrimoniais por parte do usufrutuário, falta-lhe o legítimo interesse em participar, por meio do exercício do direito de voto, das deliberações da assembleia geral, pois não lhe propiciaria benefício econômico decorrente da atividade empresarial” já que ele “não exerceria o voto ‘com a prudência advinda do risco de sócio e no interesse social’”.

613 A doutrina estrangeira já se posicionou nesse mesmo sentido, entendendo que somente poderíamos considerar “desleal” o exercício do direito de voto caso este seja efetivamente feito em sentido contrário ao interesse social. A mera ausência de interesse econômico não seria uma justificativa suficiente para tal. Nesse sentido: OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre empty voting. **Revista de Direito das Sociedades**, n. 1, p. 55-80, 2012.

na deliberação pode ser tomada como um indício, mas jamais como elemento conclusivo da ilegitimidade desse voto, visto inclusive que não representa um incentivo à adoção de um posicionamento contrário ao interesse social.

Por fim, na segunda situação, o acionista não exerce o voto justamente em razão da ausência de exposição econômica à companhia e da consequente falta de incentivo para se engajar politicamente. Nesse caso, uma vez que não haveria voto proferido pelo acionista, entendemos que não é possível a incidência dos remédios previstos no artigo 115 da Lei nº 6.404/1976, já que esse dispositivo pressupõe o exercício daquele direito pelo acionista, conforme posicionamento majoritário⁶¹⁴. De todo modo, isso não significa que o absenteísmo disfuncional não possa ser reprimido em nosso sistema; nesse caso, assume maior relevância o dever de lealdade.

Como se sabe, o dever de lealdade no direito societário brasileiro não se encontra positivado. Trata-se de figura extraída da boa-fé objetiva e da ordenação entre poder e responsabilidade, princípio que integra a “ordem legal não-escrita”, implícito à “ética coletiva”⁶¹⁵. O dever de lealdade exerce no sistema societário uma função tríplice: aparece como cânone hermenêutico e integrativo; atua como limite ao exercício de posições jurídicas subjetivas; e aparece como fonte de deveres anexos de conduta. Nesse sentido, embora o dever de lealdade não tenha uma mediação concretizadora⁶¹⁶, impõe aos acionista atuar

614 COMPARATO, Fábio Konder. Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial. In: _____. **Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 86). Em sentido contrário: ROBERT, Bruno. **As assembleias das S/A**. São Paulo: Singular, 2016. p. 45.

615 ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 161 e seguintes. O Superior Tribunal de Justiça já reconheceu que o “dever de lealdade [...] precisa permear as relações societárias” (SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. **Embargos de Divergência nº 1.162.117/SP**, Relator Ministro Jorge Mussi, Relator para o Acórdão Ministra Maria Thereza de Assis Moura, Corte Especial, julgado em 3 de junho de 2020. Voto do Ministro Luís Felipe Salomão).

616 MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 43.

para que a sociedade caminhe no sentido de sua formação⁶¹⁷, em defesa da confiança e da expectativa da própria sociedade e dos outros sócios, caso tais interesses estejam relacionados, mediata ou imediatamente, ao fim social⁶¹⁸.

O dever de lealdade desponta com um papel relevante não apenas para balizar a aplicação das normas positivadas na legislação societária, conferindo novos vetores, mas também para solucionar conflitos na sociedade anônima que não tenham uma solução previamente estabelecida em lei⁶¹⁹. Nesse sentido, quando se trata de acionistas que não ostentam o poder de controle da companhia⁶²⁰, o dever de lealdade é figura relevante para repressão de condutas abusivas de diversas naturezas, seja em casos de omissões (como o absenteísmo disfuncional⁶²¹), seja em casos de exercício de seus direitos subjetivos.

Justamente em razão da ampla incidência do dever de lealdade no direito societário, a literatura se questionou se o mero fato de o acionista adotar estratégias que levem a esses efeitos seria suficiente para se concluir que houve violação ao dever de lealdade. Nesse sentido, e como já defendido, entendemos que não há uma proibição prévia e geral, mas a consideração do dever de lealdade desses acionistas serve como um elemento para balizar o exercício do

617 CORDEIRO, Antônio Menezes. **Manual de direito das sociedades**. Coimbra: Almedina, 2004. v. 1, p. 430.

618 TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Apelação nº 4000116-39.2013.8.26.0597**, Relator Desembargador Ricardo Negrão, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, julgado em 20 de julho de 2021.

619 ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 165-166.

620 Isso porque a Lei nº 6.404/1976 expressamente atribui ao acionista controlador dever de lealdade para com os demais acionistas da companhia, seus trabalhadores e a comunidade em que atua, na forma do artigo 116. Sobre isso, ver: SALOMÃO FILHO, Calixto. Deveres fiduciários do controlador. In: _____. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 147 e seguintes.

621 ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 312-319.

direito de tais investidores⁶²². Dito de outra forma, não nos parece justificável introduzir uma proibição prévia a tais estratégias, mas essa prerrogativa deverá ser acompanhada de maior rigor na análise do exercício de voto desses acionistas⁶²³, tendo em vista os novos centros de interesses que são criados e levando em consideração a sua representatividade no capital social⁶²⁴.

De todo modo, vale apontar a dificuldade de casuisticamente se concluir que determinada estratégia de *empty voting* levaria a tais disfuncionalidades, não apenas em razão do caráter oculto dessas estratégias, mas também pelas dificuldades próprias de realizar esse cálculo. Ao se debruçar sobre uma alegada situação de *empty voting*, a CVM parece ter se posicionado no sentido de que eventual conclusão de que o acionista tenha contratado instrumentos que levem a um interesse negativo ou excluam sua exposição econômica não permite concluir que esse acionista, efetivamente, estaria nessa situação, considerando outros elementos e interesses que podem existir fora

622 “[S]ó muito excecionalmente poderá considerar-se desleal a negociação, em si mesma, de algum dos instrumentos financeiros em jogo. Quando muito, perante o caso concreto – e se for possível a prova – aceitar-se-á que o exercício do voto (ou de outros direitos sociais) violou os deveres de lealdade do acionista, *maxime* quando este seja titular de um interesse económico neutro ou até negativo, votando em sentido oposto aos interesses da sociedade, motivado, *v.g.*, pela utilização de algum mecanismo de *hedging*” (OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre *empty voting*. **Revista de Direito das Sociedades**, n. 1, p. 55-80, 2012).

623 OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre *empty voting*. **Revista de Direito das Sociedades**, n. 1, p. 55-80, 2012.

624 “Encontrado o fundamento dos deveres de lealdade no poder de influência sobre a sociedade – o que não significa restringi-los ao acionista maioritário –, e ultrapassada uma ideia de lealdade estritamente dependente de um vínculo jurídico formal com a sociedade (que falta, no caso), é possível afirmar que também o sujeito que controla materialmente o voto, formalmente exercido por sujeito diverso, se encontra vinculado a deveres de lealdade perante a sociedade, da mesma maneira que o próprio sócio diretamente votante” (OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre *empty voting*. **Revista de Direito das Sociedades**, n. 1, p. 55-80, 2012).

dessas estratégias e influenciar o interesse final desse acionista⁶²⁵. Esse entendimento, naturalmente, limita ainda mais a efetividade desses mecanismos ao exigir uma análise que dificilmente pode ser feita se não houver acesso à totalidade das informações pertinentes.

6. BALANÇO CONCLUSIVO

Em um plano geral, o presente estudo buscou fazer uma excursão sobre a disciplina do direito de voto dos acionistas na Lei nº 6.404/1976, tanto em relação ao seus pressupostos normativos quanto em relação aos mecanismos de controle de seu exercício. Nessa oportunidade, buscamos traçar algumas deficiências de nosso sistema que costumam ser ignoradas na literatura. Em um plano específico, buscamos contrapor essa disciplina do direito de voto ao

625 “Para concluir que o BTG não tinha interesse político próprio na Companhia, a Acusação baseou-se nos termos e condições do TRS e da Opção de Venda BTG. Lembro, aqui, que o acusado era titular de ações ordinárias da Gerdau mas, destoando da posição de um acionista convencional, estava imune à variação da cotação dessas ações e tinha o direito de delas se desfazer de acordo com preço e prazo previamente estabelecidos. Ocorre que, mesmo diante dessas particularidades, desconsiderar, como fez a Acusação, qualquer ambição do Banco proveniente da sua posição de acionista da Companhia me parece esbarrar em um indesejável juízo subjetivo sobre suas intenções ao celebrar os contratos. A subjetividade do raciocínio adotado pela tese acusatória fica evidente quando se constata que esses mesmos contratos autorizavam o Banco a, findo o prazo do TRS, manter a sua posição acionária na Gerdau. Afinal, a Opção de Venda BTG era prerrogativa que poderia – ou não – ser exercida pelo acusado. Como descartar, diante desse direito contratualmente previsto, que, ao assumir a obrigação da Controladora frente à BNDESPAR e adquirir as ações ordinárias da Companhia, o Banco teria sido motivado pela aposta na valorização dessas ações e desejasse permanecer indefinidamente como acionista da Gerdau? Ante a dinâmica inerente à atuação dos agentes econômicos e às infinitas variáveis a que estão sujeitos, como afastar a hipótese de que, ao longo da execução dos contratos – cujo prazo era relativamente extenso⁴¹ – o BTG, mesmo que originalmente não tivesse sido impulsionado por um interesse legítimo no investimento propriamente dito realizado na Gerdau, passasse a ter tal interesse e, por isso, decidisse preservar sua participação na Companhia? São inúmeros os eventos que frequentemente ocorrem na vida das companhias abertas e que poderiam justificar essa mudança de posicionamento, tais como os efeitos positivos resultantes de uma reorganização societária ou mesmo da melhora do setor econômico em que a companhia desenvolve seus negócios” (CVM. **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.006822/2018-61 (RJ2018/4585)**, Relator Presidente Marcelo Barbosa, julgado em 26 de novembro de 2019).

fenômeno do *empty voting*, que desafia alguns pressupostos tomados pelo legislador societário e adiciona ainda maior complexidade ao sistema, agravando algumas de suas deficiências. Para isso, buscamos desenvolver a recepção desse fenômeno ao artigo 115 da Lei nº 6.404/1976, sistematizando as figuras e desconstruindo algumas premissas equivocadas a seu respeito.

A nosso ver, a importância dessa análise reside mais naquele plano geral, ao realçar algumas deficiências do sistema brasileiro de controle do direito de voto dos acionistas. Nesse sentido, o presente trabalho buscou registrar que, independentemente da qualificação jurídica casuística, há determinados pontos de inflexão que devem ser tratados para que se possa imprimir um adequado funcionamento ao sistema. Extrapolando o objeto do estudo, entendemos que é possível relacionar tais conclusões com a própria discussão dos institutos do voto abusivo e do conflito de interesses, que sobremaneira ocupa a literatura brasileira. Em outras palavras, deixando de lado esses debates doutrinários – que, obviamente, tem o seu valor –, também é necessário que se comece um debate sobre a adequação como um todo desse sistema para tutela do interesse social, que aparece como justificativa para a disciplina do direito de voto.

Novamente, os casos de *empty voting* podem nos iluminar a esse respeito. Como dito, trata-se de estratégias que não apenas são essencialmente ocultas, como de difícil constatação por terceiros. Nesses casos, a identificação dos fenômenos e a produção das provas necessárias para aplicação dos remédios previstos no artigo 115 tornam-se complexas. E por isso que a literatura que se debruça sobre o tema ressalta a importância do aprimoramento de regras de divulgação de informações⁶²⁶ e o estabelecimento de um sistema

626 COHEN, Jonathan. **Negative vote**: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it. **Harvard Journal on Legislation**, v. 45, n. 1, p. 237-260, 2008; CLOTTENS, Carl. Empty voting: a European perspective. **European Company and Financial Law Review**, v. 9, n. 4, p. 1-25, 2012; ČULINOVIĆ-HERC, Edita; ZUBOVIĆ, Antonija. Tackling empty voting in the EU: the shareholders' rights directive and the revised transparency directive. *Croatian Yearbook of European Law & Policy*, v. 11, n. 1, p. 136-160, 2015; HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard. The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership. **Southern California Law Review**, v. 79, n. 4, p.

de presunção e inversão do ônus da prova⁶²⁷ para controle dessas disfuncionalidades. Nesse sentido, ao expor a insuficiência do artigo 115 para lidar com fenômenos dessa natureza, buscamos realçar a importância de pesquisar e debater novas medidas para aprimorar a disciplina do controle do direito de voto que não se limitem à estrutura daquele dispositivo, mas que auxiliem de algum modo a sua aplicação efetiva.

811-908, 2006; MARAIS, David. Decoupling voting rights from economic interest: the case of empty and negative voting. **Trinity College Law Review**, v. 18, p. 180-200, 2015; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre empty voting. **Revista de Direito das Sociedades**, n. 1, p. 55-80, 2012.

627 OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre empty voting. **Revista de Direito das Sociedades**, n. 1, p. 55-80, 2012.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014.

ANTUNES, José Engrácia. Os “hedge funds” e o governo das sociedades. In: INSTITUTO DOS VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito dos valores mobiliários**. Coimbra: Coimbra, 2009. v. 9.

ARAGÃO, Paulo Cezar. Apontamentos sobre desvios no exercício do direito de voto: abuso de direito, benefício particular e conflito de interesses. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Coord.). **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **Empty voting e hidden (morphable) ownership**: os novos mecanismos de dissociação dos direitos patrimoniais e políticos dos acionistas. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 114, p. 385-435, jan./dez. 2020.

BARRY, Jordan M.; HATFIELD, John William; KOMINERS, Scott Duke. On derivative markets and social welfare: a theory of empty voting and hidden ownership. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**, n. 433, p. 1-52, 2012.

BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. In: MORCK, Randall (Coord.). **Concentrated corporate ownership**. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

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

CVM. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2012/13220 e RJ 2012/15177**. Relator: Diretor Otavio Yazbek. Julgado em 06 de agosto de 2013.

----- **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2014/10060**. Relator: Diretor Pablo Renteria. Julgado em 19 de outubro de 2015.

----- **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2014/10556**. Relator: Diretor Pablo Renteria. Julgado em 24 de outubro de 2017.

----- **Processo CVM nº RJ 2013/10913**. Relator: Diretora Luciana Dias. Decisão em 25 de março de 2014. Manifestação de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

----- **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.006822/2018-61 (RJ2018/4585)**, Relator Presidente Marcelo Barbosa, julgado em 26 de novembro de 2019.

----- **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2018/2150**. Relator: Diretor Henrique Machado. Julgado em 23 de junho de 2020.

----- **Processo Administrativo Sancionador nº 05/2015 (19957.007320/2020-71)**. Relator: Presidente Marcelo Barbosa. Julgado em 09 de novembro de 2021.

----- **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.011669/2017-11**. Relator: Diretor Otto Lobo. Julgado em 19 de setembro de 2023.

----- **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.008172/2021-93**. Relator: Diretor Otto Lobo. Julgado em 23 de maio de 2023.

COHEN, Jonathan. **Negative vote**: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it. **Harvard Journal on Legislation**, v. 45, n. 1, p. 237-260, 2008.

CORDEIRO, António Menezes. **Manual de direito das sociedades**. Coimbra: Almedina, 2004. v. 1.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial**: estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1995.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CLOTTENS, Carl. Empty voting: a European perspective. **European Company and Financial Law Review**, v. 9, n. 4, p. 1-25, 2012.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de interesses nas sociedades anônimas**: hierarquia e conflitos. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2.

FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

GALGANO, Francesco. **La forza del numero e la legge della ragione**: storia del principio di maggioranza. Bologna: Il Mulino, 2008.

GRAU, Eros Roberto. **Elementos de direito econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1981.

HU, Henry T. C.; BLACK, Bernard. The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership. **Southern California Law Review**, v. 79, n. 4, p. 811-908, 2006.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 810.

----- . **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Forense, 1992.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses. **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1.

MARAIS, David. Decoupling voting rights from economic interest: the case of empty and negative voting. **Trinity College Law Review**, v. 18.

MARTIN, Shaun; PARTNOY, Frank. Encumbered shares. **University of Illinois Law Review**, v. 2005, n. 3, p. 775-838, 2005.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado**: critérios para sua aplicação. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

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

OIOLI, Erik Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil**: o regime jurídico das companhias de capital disperso na Lei das Sociedades Anônimas. 2011. 300 f. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre empty voting. **Revista de Direito das Sociedades**, n. 1, p. 49-109, 2012.

OLIVEIRA, Maria Perestrelo de. Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais. **Revista de Direito das Sociedades**, v. 3, p. 557-580, 2013.

PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no direito societário brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PEREIRA, Régis Velasco Fichtner. Da regra jurídica sobre fraude à lei. **Doutrinas Essenciais de Direito Civil**, v. 4, p. 123-150, 2010.

PITTA, André Grünspun. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários**: uma reflexão sobre o regime de divulgação imposto às companhias abertas brasileiras. 2013.

_____. O direito do acionista à informação. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015.

RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

RINGE, Wolf-Georg. **Hedge funds and risk-decoupling**: the empty voting problem in the European Union. Oxford Legal Studies Research Paper, Oxford, n. 52, p. 1-45, 2012.

_____. **Empty voting revisited**: the Telus saga. Oxford Legal Studies Research Paper, Oxford, n. 18, p. 1-28, 2013.

ROBERT, Bruno. **As assembleias das S/A**. São Paulo: Singular, 2016.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Conflito de interesses: oportunidade perdida. **O novo direito societário**: eficácia e sustentabilidade. São Paulo: Saraiva, 2019.

SILVA, Thiago José da; PACHECO, João Marcelo G. Poderes e deveres do presidente do Conselho de Administração. In: ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, André Grünspun (coords.). **Governança corporativa**: avanços e retrocessos. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. **Embargos de Divergência nº 1.162.117/SP**, Relator Ministro Jorge Mussi, Relator para o Acórdão

Ministra Maria Thereza de Assis Moura, Corte Especial, julgado em 3 de junho de 2020. Voto do Ministro Luís Felipe Salomão.

SZTAJN, Rachel. Direito societário e informação. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de et al. (Coord.). **Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Apelação nº 4000116-39.2013.8.26.0597**, Relator Desembargador Ricardo Negrão, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, julgado em 20 de julho de 2021.

TRINDADE, Marcelo. A eficácia dos acordos de voto e o interesse social. In: CANDIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANDIDIANO, Isabel (Coord.). **Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos: homenagem a Luiz Leonardo Candidiano**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. v. 1.

WARDE, Walfrido; VALIM, Rafael. **Abutres, ingênuos e a ameaça de destruição da grande companhia**. São Paulo: Contracorrente, 2021.

YAZBEK, Otavio. A vinculação dos administradores das sociedades aos acordos de acionistas – exercício de interpretação do § 8º do art. 118 da Lei n. 6.404/1976. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, n. 1, p. 1-25, 2015.

ESG-WASHING NO MERCADO DE CAPITAIS: A (IN) SUFICIÊNCIA DO MODELO “PRATIQUE OU EXPLIQUE”

Aline Paula de Barros (Universidade Presbiteriana Mackenzie)⁶²⁸

Pedro Alves Lacacchini Ramunno (Universidade de São Paulo – USP)⁶²⁹

SUMÁRIO: Introdução. 1. Histórico da regulamentação de *disclosure* no mercado de capitais. 2. Ascensão da regulamentação da divulgação de informações não financeiras. 3. *ESG-washing* no mercado de capitais. 4. Modelo “pratique ou explique”. 5. Resolução CVM nº 59. 6. A obrigatoriedade do *disclosure* de informações climáticas pela SEC e a uniformização do *disclosure* no mercado de capitais: o modelo ideal? 7. O uso disfuncional dos parâmetros ESG e a importância da mitigação do *ESG-washing*: breve análise com base na classificação dos fundos ESG. Considerações conclusivas. Referências bibliográficas.

Resumo:

Este estudo analisa o papel dos instrumentos de autorregulação no combate ao *ESG-washing* no mercado de capitais, abrangendo empresas de capital aberto e fundos de investimento. Por meio de uma análise comparativa dos instrumentos de autorregulação adotados no Brasil, Estados Unidos da América e União Europeia, explora-se a necessidade de maior precisão e transparência nas normas ESG (*Environmental, Social and Governance*), visando à proteção dos investidores e à manutenção de um mercado mais eficiente, bem como sugere-se a reavaliação da regulamentação brasileira que visa combater as práticas que simulam o *compliance* dos emissores de títulos e valores mobiliários com os padrões ESG. O estudo adota a abordagem qualitativa e bibliográfica a partir da análise de instrumentos de autorregulação e das propostas regulatórias, bem como decisões

628 Bacharela em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Advogada em São Paulo.

629 Bacharel, Mestre em Direito Comercial e Doutor em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Professor de Direito Empresarial da Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie. Advogado e árbitro

relacionadas à violação das normas ESG, de modo a contribuir para a compreensão do papel desses instrumentos na promoção de um mercado de capitais sustentável.

Palavras-Chave:

ESG-washing. ESG. Mercado de Capitais. Greenwashing. Disclosure.

Abstract:

This research analyzes the role of self-regulation instruments in combating ESG-washing in the capital market, encompassing publicly traded companies and investment funds. Through a comparative analysis of self-regulation instruments adopted in Brazil, the United States of America, and the European Union, it explores the need for greater precision and transparency in ESG (Environmental, Social, and Governance) standards, aiming to protect investors and maintain a more efficient market. The study also suggests a reassessment of Brazilian regulations aimed at combating practices that simulate compliance by issuers of securities with ESG standards. This research adopts a qualitative and bibliographic approach through the analysis of self-regulation instruments and regulatory proposals, as well as decisions related to ESG standards violations, in order to contribute to the understanding of the role of these instruments in promoting a sustainable capital market.

Keywords:

ESG-washing. ESG. Capital Markets. Greenwashing. Disclosure.

INTRODUÇÃO

Este artigo visa estudar o papel dos instrumentos de autorregulação no combate ao *ESG-washing* no mercado de capitais⁶³⁰,

630 Destaca-se que para os fins deste trabalho, utiliza-se a expressão *ESG-washing* para descrever práticas de em que uma empresa ou organização tenta transmitir uma imagem ambientalmente amigável, sustentável ou ética, sem realmente implementar ações concretas nesse sentido. Normalmente as estratégias utilizadas por essas entidades são pautadas em ações de marketing, sendo certo a vertente conhecida

abarcando tanto as práticas de empresas que possuem capital aberto nas bolsas de valores, nacionais e internacionais, quanto dos fundos de investimentos. Para tanto, este estudo realizará uma análise crítica dos instrumentos propostos pela Resolução CVM nº 59, que formaliza o modelo “pratique ou explique” no Brasil, traçando um paralelo com soluções existentes em outros ordenamentos, com especial destaque para os EUA e para a União Europeia⁶³¹.

A ascensão das temáticas ESG (*Environmental, Social and Governance*), que emana da relação simbiótica entre os negócios e a sociedade, tem exigido alterações nos mercados, instituições, políticas e regimes regulatórios⁶³². Nesse cenário, são latentes as inovações normativas que regulamentam as práticas ESG no mercado de capitais, em âmbito nacional e internacional, exigindo primordialmente maior transparência por parte das empresas e dos gestores de fundos de investimento (*mandatory disclosure rules*), visando proteger os investidores do *ESG-washing*, prática representada ora pela divulgação de informações ESG falsas ao mercado, ora pela ocultação de informações que vão contra os padrões ESG (*selective disclosure*).

Também é comum a instrumentalização das práticas ESG pelas companhias com imagem deturpada perante o mercado, as quais simulam medidas sustentáveis visando obter legitimidade institucional e reestabelecer a imagem da empresa⁶³³. Tais práticas são maléficas

como *greenwashing*, relacionada a práticas sustentáveis ou ambientais, é a mais difundida e conhecida.

631 A despeito do referencial a algumas experiências estrangeiras, é importante destacar que este trabalho não se pretende como um estudo de direito comparado. O artifício à comparação jurídica é realizado com finalidade meramente ilustrativa das possíveis soluções que podem ser adotadas para o objeto de estudo aqui proposto.

632 HENDERSON, Rebecca. **Moral Firms?** Daedalus, v. 152, n. 1, p. 198-211, dez. 2023 (p. 198-200). MIT Press. Disponível em: https://direct.mit.edu/daed/article-pdf/152/1/198/2072601/daed_a_01979.pdf. Acesso em: 02 abr. 2023. p. 198-200.

633 MUNAIER, Christian Gomes-e-Souza; MIYAZAKI, Fernando Rejani; MAZZON, José Afonso. **Morally Transgressive Companies and Sustainable Guidelines: Seeking Redemption or Abusing Trust?** Rausp Management Journal, v. 57, n. 4, p. 413-433, 22 set. 2022. Emerald. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rmj/a/w6yXySjJHWrFzb6MhpLXHbc/?format=pdf&lang=en>. Acesso em: 25 ago. 2023. p. 414-419

não somente aos *shareholders*, mas também aos demais *stakeholders*, à medida que promovem a concorrência desleal junto aos concorrentes que efetivamente estão em *compliance* com as práticas ESG⁶³⁴.

Não obstante, as normas vigentes ainda carecem de padrões e métodos de mensuração eficazes das metas ESG, bem como de mecanismos de responsabilização diante do descumprimento de tais parâmetros⁶³⁵. Em decorrência disso, notou-se a viabilidade de conduzir um estudo que investigasse as implicações dessa regulamentação, ao mesmo tempo em que se analisa os meios de responsabilização em face de sua não observância.

O objetivo da pesquisa é conhecer e comparar os instrumentos regulatórios nacionais e internacionais que regulamentam as práticas ESG no mercado de capitais, explorando primordialmente os instrumentos de autorregulação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da *Securities and Exchange Commission* (SEC) e da *European Securities and Markets Authority* (ESMA). Como produto da pesquisa, espera-se identificar e promover uma análise crítica acerca dos instrumentos utilizados para combater o *greenwashing* em âmbito nacional, em comparação àqueles adotados em outros países, no que diz respeito à efetividade dos padrões estabelecidos para análise dos aspectos ESG, além de explorar brevemente os métodos de responsabilização das empresas e gestores de fundos de investimentos diante do descumprimento dessa regulamentação.

Para tanto, o estudo abordará, sequencialmente, o histórico da normatização do *disclosure* no mercado de capitais, que culminou na ascensão do *disclosure* de informações não financeiras e, posteriormente, examina-se a manutenção do *ESG-washing* à luz dessas

634 MARQUIS, Christopher; TOFFEL, Michael W.; ZHOU, Yanhua. **Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing**. *Organization Science*, v. 27, n. 2, p. 483-504, mar. 2016. Institute for Operations Research and the Management Sciences. Disponível em: <https://dash.harvard.edu/handle/1/27419737>. Acesso em: 25 ago. 2023. p. 483-488

635 ATCHABAHIAN, Ana Cláudia Ruy Cardia. **ESG Teoria e Prática para a Verdadeira Sustentabilidade nos Negócios**. São Paulo: Expressa, 2022.

normativas. Para uma melhor compreensão dos métodos adotados para a mitigação do desenvolvimento da “lavagem verde”, analisa-se o modelo “pratique ou explique”, adotado pela CVM e pelas autarquias de outras jurisdições, inclusive no âmbito da Resolução CVM nº 59, que representou um marco relevante no que tange à regulação ESG no mercado de capitais. Visa-se, assim, a uma análise crítica acerca desse modelo, que é entendido como insuficiente para, de fato, promover os objetivos pretendidos pelo regulador, o que se fará no decorrer deste trabalho por meio da comparação entre o modelo estabelecido pela CVM e as regras de divulgação de informações climáticas emitidas pela SEC sob a ótica dos mecanismos de padronização do *disclosure*, o que é feito tanto em relação às companhias, como em relação aos fundos de investimento.

Nesse contexto, pretende-se defender a necessidade de maior precisão da norma com relação aos critérios a serem adotados pelas empresas e pelos fundos de investimentos na implementação dos requisitos ESG e na publicização dessas iniciativas ao mercado, o que pode indicar a pertinência de se revisitar os mecanismos de responsabilização desses emissores pelo descumprimento dessas práticas, além de colocar em cheque a real efetividade do modelo “pratique ou explique”.

1. HISTÓRICO DA REGULAMENTAÇÃO DE *DISCLOSURE* NO MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de valores mobiliários é um sistema descentralizado que permite a integração relacional dos seus participantes, cada qual em busca da consecução dos seus objetivos individuais, integrando o chamado sistema de desintermediação financeira. Em relação ao surgimento deste sistema de desintermediação financeira, Juliano Pinheiro aponta, como seus princípios fundantes, (i) contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada;

e (ii) permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, possibilitando a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia⁶³⁶.

Nesse contexto, “a transparência informativa é o pilar básico sobre o qual assentam as decisões dos investidores, razão pela qual a proteção passa necessariamente pela consagração de medidas tendentes à prestação obrigatória de informação”⁶³⁷. Este é, assim, o papel da regulação de mercado de capitais – que se dá tanto por meio de normas legislativas, a exemplo da Lei nº 6.385/1976 (a Lei de Mercado de Capitais), como de normas administrativas, a exemplo das instruções normativas exaradas pela Comissão de Valores Mobiliários e da autorregulação promovida pela B3, visando, justamente, à promoção de um ambiente de negociação de valores mobiliários que dê igual oportunidade de acesso à informação aos seus participantes, sejam eles emissores, intermediadores ou investidores⁶³⁸.

Desse modo, a divulgação de informações no mercado de capitais tem como um de seus objetivos reduzir a vulnerabilidade dos investidores, visando à redução da assimetria informacional, que é inerente ao mercado de títulos e valores mobiliários. Nesse contexto, o *Securities Act* 1933 e o *Securities Act* 1934 foram editados pela SEC com o intuito de regulamentar o *disclosure* obrigatório de informações financeiras, principalmente, e não financeiras (*non-financial*

636 PINHEIRO, Juliano. **Mercado de Capitais**. 9ª Edição. São Paulo: Editora Atlas, 2016. p. 158

637 RODRIGUES, Sofia Nascimento. **A proteção dos investidores em valores mobiliários**. Porto: Almedina, 2001. 37 e ss.

638 Calixto Salomão Filho sustenta: “engloba toda forma de organização da atividade econômica através do Estado, seja a intervenção através da concessão de serviço público ou o exercício do poder de polícia. (...) Na verdade, o Estado está ordenando ou regulando a atividade econômica tanto quando concede ao particular a prestação de serviços públicos e regula a sua utilização - impondo preços, quantidade produzida etc. - como quando edita regras no exercício do poder de polícia administrativa” (SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos**. 2ª ed. São Paulo; Malheiros, 2008. p. 20).

information)⁶³⁹, conforme necessário ao interesse público e à proteção dos investidores.

Apesar da regulamentação visar primordialmente à proteção dos investidores⁶⁴⁰, a divulgação de informações tem relevância em diferentes âmbitos do mercado de capitais. À luz de tal perspectiva, a teoria dos mercados eficientes demonstra que existe uma correspondência entre preço efetivo do valor mobiliário e preço esperado pelos investidores, de modo que o custo dos valores mobiliários refletiria todas as informações públicas disponíveis acerca do título⁶⁴¹.

Esse mercado eficiente, todavia, somente seria viável mediante a divulgação de informações imparciais e igualmente disseminadas entre os investidores⁶⁴². Não obstante, os emissores não divulgariam voluntariamente todas as informações às quais têm acesso, sob pena de terem seus valores mobiliários rejeitados, de modo que a divulgação obrigatória de informações surge como uma alternativa para mitigar tal vício de mercado.

Cabe ressaltar que o *disclosure* possibilita que os próprios emissores se beneficiem de tal instrumento, dado que podem se distinguir uns dos outros por meio das informações divulgadas, o que consequentemente permite que majorem o preço de seus valores mobiliários com base nessas informações. Por outro lado, o valor do título também poderia ser impactado negativamente em virtude dos dados publicados⁶⁴³.

639 PITTA, André Grünspun. **O regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 86-108.

640 STIGLER, George J. **Public Regulation of the Securities Markets**. The Journal of Business, vol. 37, no. 2, p. 117-142. Chicago: The University of Chicago Press, abr. 1964. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2351027>. Acesso em: 12 ago. 2023. p. 129-124.

641 FAMA, Eugene F. **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**. The Journal of Finance, v. 25, n. 2, p. 383, maio de 1970. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2325486>. Acesso em: 20 ago. 2023. p. 383-391.

642 Ibid.

643 AKERLOF, George A. **The Market for: quality uncertainty and the market mechanism**. The Quarterly Journal of Economics, New York: Oxford University Press,

Na dinâmica de precificação dos valores mobiliários, caso os indivíduos não possuíssem informações suficientes, o mercado de capitais assemelhar-se-ia a um jogo de apostas. Afinal, além de trazer segurança ao mercado, o *disclosure* é importante, inclusive, para a formação de preços justos. A título exemplificativo, se um investidor tem conhecimento de determinado dado acerca da empresa investida, poderá identificar que o preço das ações daquela empresa é muito elevado quando analisados os riscos envolvidos. Por tal razão, a racionalidade do mercado seria garantida pela informação plena de todas as partes⁶⁴⁴, sendo que não à toa é comum a menção de que o mercado de capitais desejado é “como a água”: líquido, transparente e pouco volátil.

Em linha com o abordado acima, a eficiência do mercado somente poderia ser alcançada caso todos os *stakeholders* possuíssem acesso às mesmas informações. Para Bagnoli, essa assimetria informacional constitui uma das falhas de mercado⁶⁴⁵, uma vez que impede que os melhores emissores demonstrem sua vantagem competitiva, resultando em preços semelhantes para os ativos de emissores de alta e baixa qualidade, o que resultaria no afastamento dos bons produtos do mercado⁶⁴⁶.

Dessa forma, a simetria e a qualidade informacional ensejam o desenvolvimento do mercado, atraindo investidores que, com isso, sentir-se-iam mais seguros com a ampliação da transparência, o que, em última instância, demonstra que o pleno compartilhamento de

v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970. Oxford University Press. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1879431>. Acesso em: 20 ago. 2023. p. 489-494

644 STIGLITZ, Joseph E. **Information and Capital Markets**. In **Financial Economics: Essays in Honor of Paul Cootner**, ed. W.F. Sharpe and C.M. Cootner, p. 118-158. Nova Jersey: Prentice-Hall, 1982. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w0678>. Acesso em: 20 ago. 2023. p. 118-158.

645 BAGNOLI, Vicente. **Direito econômico**, 6ª edição. Disponível em: Minha Biblioteca, Grupo GEN, 2013. p. 114-121.

646 AKERLOF, op. cit. p. 489-494

informações contribui para o desenvolvimento de diversos setores da economia⁶⁴⁷.

Sob outra perspectiva, há autores críticos com relação às normas de *disclosure*, dado que acreditam que a regulação seria nada mais do que um produto do mercado, em benefício dos interesses privados, de modo que essas normas, e a disseminação das informações delas derivadas, atuariam em favor dos agentes privados e não do interesse público⁶⁴⁸. Esse cenário representaria um desafio para a teoria dos mercados eficientes à medida que a formação de preços justos somente seria assegurada por meio da divulgação de informações imparciais, conforme abordado acima⁶⁴⁹.

Não obstante, não há que se negar que a regulamentação da divulgação de informações adquiriu nova roupagem nos últimos anos, por meio da atribuição de maior valor ao tema e do foco na divulgação de informações não financeiras, em linha com o que será detalhado a seguir. Ademais, essa nova dinâmica advém da própria perspectiva da governança corporativa dentro das empresas, que hoje não está mais pautada exclusivamente nos interesses internos, mas também nos interesses externos da sociedade, visando, inclusive, à gestão do *short termism*⁶⁵⁰ e à construção de um mercado saudável de longo prazo⁶⁵¹,

647 PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading: O Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais.** Coletânea da Atividade Negocial. São Paulo: Universidade Nove de Julho, 2019. Disponível em: http://docs.uninove.br/artes/pdfs/Livro_Direito_2019_verbetes_26022019.pdf. Acesso em: 13 ago. 2023. p. 198-203.

648 Esta leitura é comumente referida como “teoria da captura”. Sobre o tema, v. STIGLER, George J. **The Theory of Economic Regulation.** The Bell Journal of Economics and Management Science, vol. 2, no. 1, p. 335-358, California: RAND Corporation, outono de 1974. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3003113>. Acesso em: 13 ago. 2023. p. 10-13.

649 FAMA, op. cit., p. 383.

650 *Short termism* é um conceito aplicado no âmbito de finanças e negócios, relacionado à prática de focar em resultados e benefícios a curto prazo em detrimento de considerar objetivos e benefícios a longo prazo.

651 FRAZÃO, Ana. **Governança Corporativa e Compliance como Mecanismos para a Superação da Shareholder Theory.** Jota, 02 out. 2019. <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/governanca-corporativa-e-compliance-como-mecanismos-para-a-superacao-da-shareholder-theory-02102019>. Acesso em: 15 ago. 2023.

em que os diferentes *players* do mercado se diferenciam não só com base em índices de rentabilidade, mas também por meio de regras e estruturas de governança internas⁶⁵².

A perspectiva acima guarda relação com a concepção de capitalismo consciente ou capitalismo de *stakeholders*⁶⁵³, a qual possui intensa sinergia com a regulamentação do *disclosure* de informações não financeiras no mercado de capitais global, com reflexos importantes na regulamentação brasileira, tal como será abordado adiante.

2. ASCENSÃO DA REGULAMENTAÇÃO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES NÃO FINANCEIRAS

No contexto da União Europeia, o *disclosure* de informações não financeiras é regulado a nível supranacional, por meio de diretivas e acordos, e tem sido o epicentro do desenvolvimento de produtos de investimento sustentáveis⁶⁵⁴. A União Europeia, desde 2014, já contava com a *Non-Financial Reporting Directive*, que impunha a divulgação de informações, em periódicos e documentos de oferta das companhias, com relação à forma de gerenciamento das questões sociais e ambientais.

Em março de 2022, entrou em vigor o *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) na União Europeia, que passa a exigir a divulgação dos riscos e oportunidades sociais e ambientais nas

652 FILHO, Calixto S. **O novo direito societário**. São Paulo: Editora Saraiva, 2019. E-book. ISBN 9788553611522. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553611522/>. Acesso em: 17 ago. 2023. p. 279-291.

653 Capitalismo de *stakeholders* ou capitalismo consciente é um modelo em que as empresas visam promover valores a longo prazo, sem pretender exclusivamente maximizar o lucro e trazer retorno aos acionistas, mas considerar as necessidades de todas as partes interessadas.

654 MOLNAR, Aladar. **Mandatory ESG Reporting: A Comparative Analysis of Brazil, the United States, and Europe**. SSRN Electronic Journal, 7 abr. 2022. Elsevier BV. Disponível: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4121849. Acesso em: 17 set. 2023. p. 27-29.

políticas de investimento dos produtos financeiros⁶⁵⁵. Nesse cenário, consequentemente, a ESMA é induzida a também integrar tais fatores ESG no âmbito da sua respectiva esfera de supervisão⁶⁵⁶.

A SEC, por outro lado, exigia poucos requisitos materiais e as informações não financeiras eram divulgadas majoritariamente por meio dos relatórios voluntários de sustentabilidade⁶⁵⁷. Todavia, em 2018, detentores de 5 (cinco) trilhões de dólares em AUM (*assets under management*) direcionaram uma manifestação à SEC, pautada no *Securities Act* 1933 e o no *Securities Act* 1934, atacando os mecanismos voluntários de reporte de sustentabilidade, por meio da qual exigiam a obrigatoriedade de divulgação de informações mais claras, completas e comparáveis pelas companhias⁶⁵⁸.

As empresas Bloomberg e BlackRock também reconheceram a relevância do aprimoramento da divulgação das informações ESG, por meio da alegação de que os dados fornecidos até aquele momento eram insuficientes e dificultavam a percepção de quais informações efetivamente seriam relevantes para as decisões de investimento, o que traria insegurança ao mercado⁶⁵⁹.

655 Veja: ANBIMA. **União Europeia avança na determinação de padrões de divulgação de informações para produtos ASG**. 2021, 31ª edição. Disponível em: https://www.anbima.com.br/en_us/informar/regulacao/internacional/radar/uniao-europeia-avanca-na-determinacao-de-padroes-de-divulgacao-de-informacoes-para-produtos-asg.htm. Acesso em: 5 ago. 2023.

656 MOLNAR, op. cit., p. 27-29.

657 MUSSIO, Donna. HOULIHAN, Mary Beth, and SOUTER, Taylor. **To Lead or Not to Lead: Contrasting Recent Statements by SEC and ESMA Chairs on ESG Disclosure**. 2020. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/16/to-lead-or-not-to-lead-contrasting-recent-statements-by-sec-and-esma-chairs-on-esg-disclosure/>. Acesso em: 25 ago. 2023.

658 EUA. SEC. **Petition for Rulemaking on Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure from Cynthia A. Williams, Osler Chair in Bus. Law, Osgoode Hall L. Sch. & Jill E. Fisch, Saul A. Fox Distinguished Professor of Bus. Law, U. Pa. L. Sch.** To Brent J. Fields, Sec'y, Sec. & Exch. Comm'n), 02 out. 2018. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/petitions/2018/petn4-730.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

659 Veja: (i) BLACKROCK. **Viewpoint, Exploring ESG: A Practitioners Perspective**, jun. 2016., Disponível em: <https://nordsip.com/wp-content/uploads/2016/11/viewpoint-exploring-esg-a-practitioners-perspective-june-2016.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023 e (ii) BLOOMBERG. **Impact Report Update 2015**. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/company/press/2015-bloomberg-impact-report-a-message-from-our-founder/>. Acesso em: 10 jun. 2023.

Em linha com a mudança da mentalidade do mercado no que tange ao reforço das regras de *disclosure*, em 2019, a SEC acusou a empresa Vale de fraude e o caso foi julgado no tribunal federal de Nova York⁶⁶⁰. A fraude seria tanto com relação aos relatórios obrigatórios à SEC, quanto às informações ESG que eram voluntariamente divulgadas pela companhia. Em todos os casos, segundo a perspectiva do regulador, a empresa teria se omitido em relação à divulgação dos riscos de colapso da barragem em Brumadinho.

O precedente supracitado evidencia o posicionamento da SEC com relação ao *disclosure* de informações não financeiras, o que, indiretamente, motiva os investidores a tornarem os riscos do negócio públicos quando da divulgação das informações ESG, sejam elas mandatórias ou não, sob pena de caracterização de *greenwashing* na modalidade omissiva⁶⁶¹.

Nesse cenário, o endurecimento das regras de *disclosure* editadas pela SEC representa, na perspectiva do regulador, um mecanismo de proteção aos investidores, às gestoras de fundos de investimento que investem em empresas e às próprias empresas, que passam a ter parâmetros claros e pré-definidos de divulgação.

No cenário brasileiro, por sua vez, as regras de *disclosure* de informações não financeiras possuem como um de seus marcos a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, que já exigia a divulgação de políticas socioambientais e custos de recuperação ambiental no Formulário de Referência. Na sequência, a Instrução CVM nº 552, editada em 9 de outubro de 2014, altera a Instrução CVM nº 480 e passa a exigir, além da divulgação de aspectos de governança, fatores de risco relacionados às características socioambientais da empresa.

660 EUA. SEC. **Vale S.A. Civil Action No. 22-Cv-2405 Complaint Jury Trial Demanded.** Nova York, 20 abr. 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2022/comp-pr2022-72.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

661 Conforme discutido na Introdução deste artigo, o *greenwashing* pode ser representado ora pela divulgação de informações ESG falsas ao mercado (*greenwashing* ativo), ora pela ocultação de informações que vão contra os padrões ESG (*greenwashing* omissivo ou *selective disclosure*).

No contexto das consultas públicas da norma acima, as práticas ESG eram pouco maduras no mercado brasileiro e a reação dos participantes foi se posicionar em contraposição à divulgação das políticas internas de governança da companhia, ou mesmo das justificativas para que essas não tenham sido adotadas, visto que tais políticas sequer estavam previstas na Lei nº 6.404, de 1976, o que tornaria inconsistente a exigência do *disclosure*⁶⁶². A CVM, todavia, se posicionou no sentido de que as práticas internas de governança seriam inerentes aos deveres fiduciários dos administradores, ainda que não previstas taxativamente na referida lei e, portanto, deveriam ser divulgadas, ou justificadas, ao mercado.

Posteriormente foi publicada a Instrução CVM nº 586, de 8 de julho de 2017, que alterou novamente a Instrução CVM nº 480 e passou a exigir a divulgação, no modelo “pratique ou explique”, da adoção das práticas de governança previstas no Código Brasileiro de Governança Corporativa (CBGC). Tal modelo será abordado brevemente nas próximas seções deste artigo em razão de sua correlação direta com a divulgação de informações não financeiras, no Brasil e em outras jurisdições.

Em 2019, após os escândalos envolvendo as empresas Vale e Petrobras, o tema governança, negligenciado dentre os outros aspectos ESG, passou a ser amplamente discutido no cenário brasileiro⁶⁶³, tópico esse que se desenvolveu ainda mais após o desvio financeiro e contábil da empresa Lojas Americanas, identificado em 2023.

Observa-se que os administradores ainda tendem a se preocupar primordialmente com resultados a curto prazo, de modo que negligenciam os investimentos em sustentabilidade, dado que os resultados são habitualmente não imediatos e de difícil mensuração. Por tal razão, faz-se necessário o aprimoramento constante das

662 BRASIL. CVM. **Processo CVM Nº RJ-2010-7200**. Relatório de Análise: Audiência Pública SDM 03/13. São Paulo, 24 ago. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0313-relatorio.doc. Acesso em: 17 jun. 2023.

663 MOLNAR, op. cit., p. 13-20.

políticas de governança das empresas para que desastres ambientais e sociais como aqueles ocorridos em Brumadinho sejam evitados, sob o entendimento de que os riscos do negócio devem ser analisados ante os benefícios a longo prazo.⁶⁶⁴

No contexto do aprimoramento da regulação voltada ao desenvolvimento sustentável, inspirada pelas experiências estrangeiras, a Resolução CVM n° 59, de 22 de dezembro de 2021 revogou a Instrução CVM n° 480, incorporando à regulamentação da autarquia uma maior ênfase na prevenção do *ESG-washing*, alinhando-se às práticas adotadas internacionalmente. A referida resolução visa à promoção da transparência e da padronização da forma de divulgação das informações não financeiras, de maneira a tornar a avaliação dos dados publicizados no mercado de capitais mais racional, contribuindo assim para a formação de preços mais justos.

É relevante destacar que a crescente preocupação com a sustentabilidade das empresas é relacionada a teorias como a do *Triple Bottom Line*, que defende que o sucesso das empresas não está pautado exclusivamente em aspectos econômicos, mas também sociais e ambientais. Vale mencionar que, previamente às normas das comissões de valores mobiliários, o tema da sustentabilidade no mercado de capitais já era uma pauta considerada relevante, tendo sido inserida nas discussões mais verticalizadas por meio dos chamados “índices de sustentabilidade”.

O primeiro índice de sustentabilidade surgiu nos Estados Unidos, em 1999, enquanto o primeiro índice de sustentabilidade da América Latina surgiu no Brasil, em 2005, qual seja, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3), que continua a ser utilizado pela Bolsa de Valores Mobiliários do Brasil. O ISE se apresentou como viável e estratégico à medida que os investidores passaram a atribuir maior relevância à sustentabilidade das empresas, sendo pautado na eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social

664 MOLNAR, *ibid.*, p. 17.

e governança corporativa⁶⁶⁵. Com isso, as empresas que performam positivamente nos parâmetros trazidos pelo ISE passam a se destacar no mercado quando comparadas àquelas que não apresentam bons resultados para esse índice.

Atualmente o ISE é amplamente utilizado no mercado brasileiro, todavia, diferentemente do que preconiza a teoria dos *stakeholders*⁶⁶⁶, que estabelece uma relação entre práticas sustentáveis e rendimento financeiro, há estudos recentes que demonstram não existir uma correlação direta entre o índice de sustentabilidade e o desempenho econômico da empresa, que se constituiriam como aspectos independentes, mas igualmente relevantes⁶⁶⁷.

Cabe citar, todavia, que a empresa Lojas Americanas estava listada no Índice B3, que contém em seu questionário questões envolvendo a governança corporativa e a alta gestão, inclusive no que tange às práticas contábeis e financeiras. Entretanto, a empresa somente foi removida desse índice em janeiro de 2023, quando a sua recuperação judicial já estava decretada, evidenciando certa fragilidade na verificação das informações prestadas.

Apesar das lacunas existentes, em última instância, o objetivo do ISE é induzir as empresas a adotarem as melhores práticas de sustentabilidade. Nesses termos, o ISE contribuiria para a perenidade dos negócios, como se pode inferir da própria origem da palavra sustentabilidade, por meio da busca por resultados duradouros e a longo prazo.

665 SILVA, V. M.; LUCENA, W. G. L. **Contabilidade ambiental: análise da participação no índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e a rentabilidade das empresas listadas na [B]**³. Revista Gestão & Tecnologia, Pedro Leopoldo, v. 19, n. 2, p. 109-125, 2019. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/53027/contabilidade-ambiental-analise-da-participaca--->. Acesso em: 13 set. 2023.

666 Ibid.

667 CRISTÓFALO, R. G.; AKAKI, A. S.; ABE, T. C.; MORANO, R. S.; MIRAGLIA, S. G. K. **Sustentabilidade e o Mercado Financeiro**: estudo do desempenho de empresas que compõem o índice de sustentabilidade empresarial (ISE). Revista de Gestão, v. 23, n. 4, p. 286-297, 2016. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/129030>. Acesso em: 13 set. 2023.

Importante salientar que, ainda que os reguladores brasileiros tenham buscado adotar padrões internacionais de *disclosure* das práticas ESG, uma das barreiras para a implementação dessas medidas e para a mitigação do *ESG-washing* no Brasil reside na composição das empresas brasileiras, que são 99% de pequeno e médio porte. Tal cenário torna a aplicação de determinadas práticas excessivamente custosa⁶⁶⁸, sendo certo que inexistem parâmetros claros acerca do grau de maturidade ESG esperado para essas empresas.

Essas características podem oportunizar o cenário ideal para a prática de *ESG-washing*, bem como denunciam as fragilidades do modelo “pratique o explique”. Além das diversas críticas mencionadas anteriormente, esse modelo regulatório implica, por um lado, ao agente de mercado a oportunidade de seleção das informações que serão efetivamente divulgadas, permitindo-lhes “dourar a pílula” de suas práticas ESG, ao passo que, por outro lado, parte da premissa de que investidor – que ainda é bastante imaturo em questões ESG – possuiria o correto discernimento para avaliar as informações divulgadas sobre práticas ESG, que são, vale destacar, de diferente qualidade e profundidade. A solução de mercado não parece ser, em definitivo, a melhor estratégia regulatória.

3. ESG-WASHING NO MERCADO DE CAPITAIS

Em linha com o disposto acima, o *disclosure* das informações não financeiras busca permitir a formação de preços justos e um ambiente concorrencial saudável, que não desestime os bons ativos se mantenham no mercado. Entretanto, a divulgação, por si só, pode ocorrer de maneira desordenada, abrindo espaço para dissimulações, contexto que justificaria não apenas o *mandatory disclosure*, mas também a determinação de critérios mais objetivos e padronizados sobre o que e de que forma as informações devem ser divulgadas, o que traria benefícios para a análise dos investidores.

668 MOLNAR, op. cit., p. 10.

Para combater eficazmente o *ESG-washing*, é essencial que a divulgação de informações siga diretrizes específicas. A transparência deve ser uma prioridade, evitando o uso de termos vagos e garantindo que as informações sejam facilmente verificáveis. Além disso, os riscos associados às empresas devem ser claramente destacados nos documentos dos valores mobiliários, tanto para a proteção dos investidores quanto para a isenção de responsabilidade da empresa caso esses riscos se materializem. Também é importante evitar o exagero nas informações, mesmo que sejam verdadeiras, e considerar auditorias e certificações de terceiros para respaldar os dados divulgados ⁶⁶⁹. Por fim, entende-se que a adoção de critérios objetivos e padronizados pela regulamentação endereçaria adequadamente os problemas que a subjetividade proporcionada pelo modelo “pratique ou explique” permite.

Outrossim, antes da divulgação, as informações devem ser revisadas por uma equipe jurídica para garantir que estejam em conformidade com as normas e regulamentos. Além disso, a companhia deve compreender que o silêncio em relação às metas de sustentabilidade, governança ou questões sociais também pode ser interpretado como uma forma de *ESG-washing*, em especial para questões relacionadas à sustentabilidade, levando ao que é atualmente intitulado como *greenhushing*⁶⁷⁰.

Nesse contexto, tornam-se propulsoras do *ESG-washing*: a pluralidade de padrões locais e internacionais de regulamentação ESG e de índices de aferição do cumprimento com a regulamentação; a busca das empresas por atender às exigências do mercado sem efetivamente progredirem no que tange às suas metas de sustentabilidade e a deficiência na supervisão por parte dos órgãos reguladores⁶⁷¹ à medida que esses aspectos impedem que os elementos

669 PEARS, Peter; BAINES, Tim; WILLIAMS, Oliver. **Greenwashing: Navigating the Risk**. 2023. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/07/24/greenwashing-navigating-the-risk/>. Acesso em: 24 ago. 2023.

670 Ibid.

671 . REIS, Yasmin Fernandes; PRADO, Viviane Muller; DUTRA, Marcos Galileu Lorena. **Greenwashing e o Regime Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro**. Revista

explanados acima sejam devidamente aplicados e fiscalizados. Ou seja, a falta de padronização e o excesso de subjetividade contribuem para a valorização de informações maquiadas e que não refletem a realidade, escamoteando as práticas que são de fato realizadas (ou não).

De acordo com estudos recentes, as práticas de “lavagem verde” (ou outras vertentes de *ESG-washing*) teriam como um de seus efeitos reduzir a credibilidade do mercado com relação aos mecanismos voluntários de divulgação, além de diminuir a própria confiabilidade nos interesses das empresas em promoverem resultados sociais e ambientais⁶⁷². Nesse cenário, discute-se em que medida o mercado deveria exigir maior interferência governamental no que tange ao *disclosure* de informações não financeiras, justamente para tirar dos agentes de mercado a flexibilidade decorrentes de critérios subjetivos de *disclosure* dessas informações.

Para alguns autores, as práticas ESG são superestimadas e carecem de materialidade, de modo que a regulamentação surge visando dar maior aplicabilidade e padronização a esses conceitos⁶⁷³. Analisando a questão pela perspectiva litigiosa, a implementação de regras de *disclosure* obrigatório atribui aos reguladores maior poder e respaldo para julgarem as declarações falsas, promovendo, dessa forma, o *enforcement* da norma⁶⁷⁴.

Por outro lado, permanece o desafio, tanto das companhias para preverem a ocorrência de todos os reveses possíveis, quanto dos investidores para a quantificação de riscos, afinal, o *hindsight*

dos Tribunais, n. 1054, ago. 2023. São Paulo. Disponível em: <https://dspace.almg.gov.br/handle/11037/50276>. Acesso em: 27 ago. 2023.

672 KOLCAVA, Dennis. **Greenwashing and Public Demand for Government Regulation**. Journal of Public Policy, v. 43, n. 1, p. 179-198, 12 dez. 2022. Inglaterra: Cambridge University Press. Disponível em: <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-public-policy/article/greenwashing-and-public-demand-for-government-regulation/1250F9D4E47FB32662F176C6F6225AD5>. Acesso em: 24 ago. 2023. p. 182.

673 MOLNAR, op. cit., p. 1-10.

674 EL-HAGE, Javier. **Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading Ratings?** Journal of Corporate & Financial Law. v. 26, n. 2, 2021. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol26/iss2/2/>. Acesso em: 17 ago. 2023.

*bias*⁶⁷⁵ leva os investidores e os diferentes *players* do mercado a acreditarem que, após a ocorrência do colapso social, ambiental ou de governança, a concretização do dano já provavelmente era alta quando da divulgação do risco⁶⁷⁶. Isso torna difícil determinar se a divulgação efetiva dos riscos realmente resguarda os investidores em sua decisão de investimento ou se pode levar a decisões equivocadas e especulativas.

Na mesma toada, uma das dificuldades enfrentadas pelos julgadores após a ocorrência do dano social, ambiental ou de governança é justamente identificar se o referido dano era previsível ou não. Isso se dá em virtude das regras de *disclosure* ESG serem menos desenvolvidas do que aquelas relacionadas à divulgação de informações financeiras, o que requer uma análise minuciosa por parte dos julgadores ao determinar a responsabilidade da companhia⁶⁷⁷. Para tanto, deve haver evidências concretas de que o risco *ex ante* era substancial e previsível, sendo que essa aferição é dificultada diante de diferentes critérios de análise e da falta de padronização da forma como o *disclosure* é feito pelos *players* do mercado de capitais.

Adicionalmente, no âmbito desses julgamentos, o argumento tem sido que as declarações ESG vagas e imprecisas são utilizadas como artifício para deturpar a análise do investidor. Um evidente exemplo disso é quando uma companhia alega adotar padrões éticos e sociais no tocante aos seus trabalhadores e, na sequência, essa mesma empresa é acusada de trabalho escravo. Por outro lado, há autores que argumentam que tais alegações, visto que são claramente genéricas e não passíveis de verificação, não poderiam ser apontadas como uma forma de deturpação, mas meramente *corporate puffery*, ou seja, uma prática corriqueiramente adotada pelas empresas como um

675 *Hindsight bias* (viés do conhecimento posterior) ou *I knew it all along phenomenon* (eu-sabia-tudo-o-tempo) é um fenômeno cognitivo que leva as pessoas a acreditarem que elas poderiam prever o resultado antes dele ocorrer.

676 PARK, James J., **ESG Securities Fraud**. Wake Forest Law Review, Forthcoming, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 23-02, 25 abr. 2023. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4428212>. Acesso em: 10 set. 2023.

677 Id.

instrumento de *marketing*, em que ocorre a divulgação de afirmações exageradas e vagas, cuja inveracidade não é passível de comprovação⁶⁷⁸.

Visando alinhar a divulgação de informações não financeiras no mercado brasileiro às práticas globais, e sanar algumas das lacunas abordadas neste estudo associadas à padronização e à comparabilidade das divulgações de informações não financeiras pelos diferentes emissores, durante o andamento deste estudo a CVM editou a Resolução CVM no 193, de 20 de outubro de 2023⁶⁷⁹. A norma incentiva e estabelece padrões para a divulgação de informações não financeiras, inicialmente de forma voluntária, relacionadas à sustentabilidade com base no padrão internacional (IFRS S1 e S2) emitido pelo *International Sustainability Standards Board* (ISSB), sendo certo que até a sua obrigatoriedade, o modelo atualmente adotado pelo Resolução CVM nº 59 permanece vigente.

Anteriormente à edição da norma, os agentes do mercado adotavam diferentes padrões de divulgação de sustentabilidade, de modo a dificultar a comparabilidade entre as informações prestadas por esses agentes. Em razão da falta de uniformidade, cada emissor reportava exclusivamente as informações que julgava relevantes, contribuindo para a assimetria informacional.

A norma representa apenas uma das iniciativas da CVM propostas no Plano de Ações e Finanças Sustentáveis para 2023-2024, divulgado em outubro de 2023⁶⁸⁰. Dentre as iniciativas propostas, e que serão efetivadas na sequência, está a conscientização dos investidores no que tange à incorporação dos critérios ESG em suas decisões de investimento e aos próprios métodos de identificação do *ESG-washing*, constituindo uma nova estratégia adotada pelo regulador, que até então

678 Ibid.

679 BRASIL. CVM. **Resolução CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023**. Disponível em: <file:///C:/Users/APO/Downloads/resol021consolid%20-%202023-10-22T153432.808.pdf>. Acesso em 22 de out. de 2023.

680 BRASIL. CVM. **Finanças Sustentáveis – Plano de Ação da CVM outubro/2023**. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-acao-de-financas-sustentaveis/plano_de_acao_financas_sustentaveis_cvm_bienio_2023_2024.pdf. Acesso em: 22 de out. de 2023.

priorizava medidas voltadas às obrigações dos emissores perante os investidores⁶⁸¹.

Em consonância ao disposto acima, entende-se que a intervenção estatal tem um papel fundamental na efetivação das práticas ESG e no combate à dissimulação ou à omissão de informações. Mesmo que os relatórios voluntários desempenhem um papel importante na realização desses objetivos, a regulamentação surge como um meio de uniformizar e assegurar a conformidade das práticas do emissor com as informações divulgadas.

4. MODELO “PRATIQUE OU EXPLIQUE”

No contexto da divulgação de informações no mercado de capitais, o mecanismo “pratique e explique” (*comply or explain*) foi amplamente difundido no Brasil e em outras jurisdições⁶⁸². Esse modelo já foi alvo de questionamentos e aprimoramento pela Comissão Europeia no âmbito do *Green Paper*⁶⁸³, visando desenvolver o regime sancionatório e a qualidade da descrição nos casos em que a companhia opta por explicar por que não adotou as práticas recomendadas.

De acordo com o modelo “pratique ou explique”, a empresa deve agir de acordo com determinadas regras e, se assim não o fizer, deverá esclarecer ao regulador os motivos que a levaram a não praticar o disposto na norma, partindo da premissa de que a referida divulgação

681 Essa iniciativa está alinhada aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ODS de Educação de Qualidade e Redução das Desigualdades.

682 ANDERSSON, Jan Bertil. **Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain: a Critical Review.** The European Financial Market in Transition, Hanne Birkmose, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (eds.), Kluwer Law International, 2011, Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-19, p. 89-105, 22 jun. 2011. Elsevier BV. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1869916. Acesso em: 24 ago. 2023.

683 Os *Green Papers* são documentos publicados pela Comissão Europeia para estimular a discussão sobre determinados temas a nível da UE.

não seria adequada ou apropriada à realidade da empresa ou, ainda, não poderia ser fornecida naquele momento⁶⁸⁴.

O caráter facultativo da divulgação das informações ESG também foi questionado por alguns participantes do mercado na Audiência Pública da Resolução CVM nº 59, dado que o modelo adotado pela CVM permitiria certa margem para o *ESG-washing*, uma vez que os participantes poderiam ocultar informações ESG, com especial destaque para as ambientais, contanto que as justificassem, ou mesmo selecionar o que divulgar e a sob qual perspectiva.

Entende-se que o modelo “pratique ou explique”, adotado pela CVM e por reguladores de outros países, permite a prática de *disclosure* seletivo⁶⁸⁵. Isso ocorre porque esse modelo não estabelece mecanismos de sanções específicos para casos em que os investidores são induzidos ao erro, isto é, com exceção das sanções administrativas, não há previsão de qualquer ressarcimento ao investidor prejudicado⁶⁸⁶.

Somado ao exposto acima, quando “explicam”, as companhias costumam apresentar informações vagas e insuficientes. Ainda, o referido modelo carece de padronização, de forma que as justificativas e o grau de detalhamento variam significativamente a depender da jurisdição⁶⁸⁷.

Uma das estratégias do regulador com a adoção do modelo “pratique ou explique” é evitar a abordagem “*one size fits all*” e atribuir

684 A título exemplificativo, cabe citar a resposta da Energisa S.A. ao 1.9 (g), em seu Formulário de Referência de 2023, no qual a empresa optou por “explicar” ao invés de “praticar”, visto que, nos termos da justificativa da companhia, a efetivação deste item não era possível no momento da divulgação de seu Formulário de Referência “**1.9(g) se o relatório ou documento considera as recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (TCFD) ou recomendações de divulgações financeiras de outras entidades reconhecidas e que sejam relacionadas a questões climáticas:** O Relatório Anual ainda não considera as recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (“TCFD”), mas a Companhia definiu dentro da sua jornada ESG que as orientações do TCFD serão estudadas para possível implementação a partir de 2026.”. Importante ressaltar que, na ocasião, a empresa não detalhou o motivo pelo qual as recomendações não seriam adotadas em momento anterior ao ano de 2026.

685 REIS, op. cit.

686 Ibid.

687 Ibid.

maior flexibilidade às companhias na divulgação de informações, de modo a reconhecer e respeitar as diferenças no que se refere aos setores de atuação e à própria estrutura interna de cada emissor⁶⁸⁸. Nesse contexto, apesar das desvantagens do modelo “pratique ou explique”, os benefícios são evidentes no que tange à adoção, pelo regulador, de mecanismos de *soft law*, como é o caso do “pratique ou explique”, em detrimento dos mecanismos de *hard law*.⁶⁸⁹

Nesse cenário, o que se defende não é a abolição desse mecanismo de divulgação, mas sim seu aprimoramento, seja por meio da exigência de maior detalhamento e precisão das justificativas apresentadas, seja pela aplicação e supervisão do regime sancionatório a ele relacionado.

No Brasil, a Resolução CVM no 59 dá continuidade ao mecanismo de divulgação “pratique ou explique”, já anteriormente adotada pela Instrução CVM no 480, refletindo a confiança do regulador brasileiro nesse modelo.

5. RESOLUÇÃO CVM NO 59

Dentro do rol de regulamentações acerca das práticas sociais, de sustentabilidade e governança das companhias, a Resolução CVM no 59 representa um marco na regulação brasileira no que tange às regras de *disclosure* de informações ESG. A norma foi editada visando delimitar quais dados seriam efetivamente relevantes aos investidores no âmbito do Formulário de Referência, documento que, por vezes, contém um excesso de informações imprecisas e que não atendem às demandas dos investidores.

Visando atingir esse propósito, a referida Resolução passou a requerer, entre outros requisitos, a divulgação dos dados relacionados ao meio ambiente, à responsabilidade social e à governança. Por meio

688 HADJIKYPRIANOU, George C. **The Principle of ‘Comply or Explain’ Underpinning the UK Corporate Governance Regulation: is there a need for a change?** Corporate Law: Corporate Governance Law Journal, v. 81, n. 7, 27 nov. 2015. Elsevier BV. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2690687. Acesso em: 02 abr. 2023.

689 Ibid, p. 18.

dessa norma, um dos requisitos relevantes no âmbito do Formulário de Referência passou a ser a divulgação de riscos sociais e ambientais com efetivo potencial de influenciar a decisão de investimento⁶⁹⁰.

A exigência regulatória supracitada, apesar de em um primeiro momento tornar mais rígido o parâmetro de *disclosure*, por outro lado, permite certa subjetividade da companhia acerca dos riscos que efetivamente poderiam impactar o investimento e que, conseqüentemente, poderiam ou não ser divulgados, ainda que esses riscos sejam pautados em auditorias externas. Sob uma outra perspectiva, a norma gera certa insegurança não somente aos investidores, mas também à própria companhia, com relação aos riscos que efetivamente poderiam influenciar a decisão de investimento.

Nesse cenário, a Resolução CVM no 59 não resolveria completamente o problema da assimetria informacional, prejudicando a manutenção de um ambiente concorrencial saudável⁶⁹¹. Caso a companhia opte, por exemplo, por divulgar todos os seus riscos ambientais, sociais e de governança, isso poderia constituir uma desvantagem competitiva à medida que outras companhias poderiam considerar os mesmos riscos como não suficientemente relevantes para que sejam divulgados, conforme levantado por um dos participantes do mercado nos comentários recebidos no âmbito da Audiência Pública SDM 9/20⁶⁹².

Em contrapartida, outras informações são mais fáceis de serem quantificadas e fiscalizadas. Isso se aplica às obrigações estipuladas pela Resolução CVM nº 59, que exige que as companhias divulguem dados acerca de seu número de funcionários, tanto globalmente como em categorias específicas, com base em suas respectivas funções, localização geográfica e em aspectos como identidade de gênero, raça, idade e outros indicadores de diversidade em todos os níveis

690 Item 4.1. (j), (k) e (l) da Resolução CVM nº 59.

691 BAGNOLI, op. cit., p. 114-121

692 BRASIL. CVM. **Processo CVM Nº RJ-2010-7200**. Relatório de Análise: Audiência Pública SDM 03/13 (p. 22). São Paulo, 24 ago. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0313-relatorio.doc. Acesso em: 17 jun. 2023.

hierárquicos⁶⁹³. Além disso, a regulamentação também passou a requerer a divulgação da composição especificamente dos órgãos de governança, considerando gênero, cor, raça ou qualquer outro atributo de diversidade⁶⁹⁴.

É importante notar que as regras de *disclosure* associadas à diversidade refletem um dos aspectos ESG mais difundidos entre aquelas companhias enquadradas nos níveis elevados de ESG⁶⁹⁵. Por outro lado, a CVM não estabelece critérios específicos de diversidade que devem ser seguidos para que as empresas sejam oficialmente consideradas inclusivas, deixando essa avaliação sob a responsabilidade do investidor, ainda imaturo em questões ESG e que não necessariamente possui conhecimentos técnicos adequados para essa avaliação.

Apesar de suas deficiências, não se pode negar que as regras supracitadas constituem um mecanismo relevante contra o *ESG-washing*, visto que consideram a participação das minorias em diferentes cargos e níveis hierárquicos, impedindo que a empresa se autointitule como diversa sem efetivamente permitir que a diversidade abarque os cargos de alto nível hierárquico.

Adicionalmente, há estudos que apontam que quando observados no Conselho de Administração a equidade de gênero, um maior número de membros e sua independência, há um reflexo imediato na mitigação das práticas de *ESG-washing*⁶⁹⁶. Outros estudos argumentam que as regras de *disclosure* acabam por incentivar que as companhias aprimorem seus comportamentos sustentáveis para comunicarem

693 Item 10.1, (a), da Resolução CVM nº 59.

694 Item 7.1, (d), Resolução CVM nº 59.

695 SCHLEICH, Melissa Velasco. **Quais são as Políticas e Práticas em Recursos Humanos mais Utilizadas pelas Empresas com Melhores Índices ESG no Brasil?** Revista de Administração de Empresas, v. 62, n. 5, 2021. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8632469>. Acesso em: 5 set. 2023.

696 LAGASIO, Valentina; CUCARI, Nicola. **Corporate governance and environmental social governance disclosure: a meta analytical review.** Corporate Social Responsibility And Environmental Management, [S.L.], v. 26, n. 4, p. 701-711, 22 jan. 2019. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/csr.1716>. Acesso em: 5 set. 2023.

essas práticas ao mercado e, consequentemente, alcançarem melhores resultados econômico-financeiros⁶⁹⁷, o que evidencia que as práticas ESG se retroalimentam.

Val ressaltar que o item 1.9 da Resolução CVM nº 59 tem função chave, uma vez que exige que a companhia apresente e detalhe a metodologia de seus relatórios ou outros documentos que evidenciem suas práticas ESG. Isso é feito por meio da adoção do modelo “pratique ou explique”, abordado na seção anterior, método esse que já era adotado pela CVM nas Recomendações da CVM sobre a Governança Corporativa⁶⁹⁸.

Outra questão relevante a ser considerada diz respeito à flexibilidade do sistema de divulgação voluntária de informações ESG adotado pela CVM, que dificulta aos investidores diferenciar e identificar qual companhia seria mais atrativa para investimento⁶⁹⁹, sendo um dos tantos aspectos negativos desse *disclosure* seletivo. Sob essa perspectiva, a CVM pontuou que a intenção da autarquia é fomentar a utilização dos relatórios de sustentabilidade atualmente existentes, mas não almeja que as exigências de informações prestadas disputem espaço com esses relatórios.

Nesse sentido, a autarquia, apesar de enrijecer o regime regulatório de *disclosure* – tal como se verifica com a iniciativa pretendida pela Resolução CVM nº 193 –, continua a atribuir relevância aos relatórios voluntários de sustentabilidade, que conviveriam *pari passu* com a regulamentação. A despeito disso, seria possível questionar em que medida essa seria uma decisão equivocada por parte da autarquia, uma vez que a escolha do ativo a ser investido

697 BORNSTEIN, Stephanie. **The Enforcement Value of Disclosure**. Duke Law Journal, vol. 72, p. 1771, Durham, 12 maio 2023, Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4446337>. Acesso em: 5 set. 2023.

698 BRASIL. CVM. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2023.

699 BRASIL. CVM. **Processo CVM SEI nº 19957.004286/2019-40**. Relatório de Análise: Audiência Pública SDM 09/20. São Paulo, 24 ago. 2014. (p. 23). Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0920_relatorio.pdf. Acesso em: 17 jun. 2023.

é uma decisão particular do investidor e segue, em regra, o regime de mercado. Entende-se, contudo, ser papel da regulação mitigar os efeitos deletérios da assimetria informacional, que é um problema estrutural do mercado de valores mobiliários.

Para além das normas gerais que passam a centralizar sob o controle do regulador a divulgação de informações não financeiras, algumas jurisdições se preocupam em estabelecer normas específicas acerca de determinados temas, por exemplo, no que se refere ao *disclosure* de informações relacionadas às questões climáticas. Nessa regulamentação prevalece a preocupação do regulador e do mercado em garantirem a uniformização dos dados divulgados, o que é visto como uma medida benéfica e que será aprofundada a seguir.

6. A OBRIGATORIEDADE DO *DISCLOSURE* DE INFORMAÇÕES CLIMÁTICAS PELA SEC E A UNIFORMIZAÇÃO DO *DISCLOSURE* NO MERCADO DE CAPITAIS: O MODELO IDEAL?

A proposta da SEC acerca do *disclosure* das informações climáticas⁷⁰⁰, por sua vez, visa promover a divulgação, pelas companhias abertas, das emissões de gases de efeito estufa (GEEs) e os riscos de as mudanças climáticas gerarem impactos materiais nos negócios ou nas demonstrações financeiras das companhias. A proposta é destinada aos “*Registrants*”⁷⁰¹, nacionais e internacionais, acerca de informações que precisam ser incluídas nos respectivos documentos de registro e relatórios periódicos⁷⁰².

A responsabilidade da SEC, todavia, foi questionada no âmbito desse ato normativo, principalmente em razão da dificuldade de

700 EUA. SEC. **The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures For Investors**: 17 CFR 210, 229, 232, 239, e 249 [Release Nos. 33-11042; 34-94478; File No. S7-10-22] RIN 3235-AM87. Nova York, 24 mar. 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/33-11042.pdf>. Acesso em: 5 set. 2023.

701 *Registrant* é o termo usado para se referir a qualquer companhia registrada na SEC, de acordo com o *Securities Act* de 1933 ou o *Securities Exchange Act* de 1934.

702 Um exemplo desses relatórios periódicos é o *Form 10-K*, publicado anualmente pelas companhias de capital aberto registradas na SEC.

obtenção dessas informações no que tange às emissões do Escopo 3⁷⁰³, indicando desafios na obtenção de resultados práticos por meio dessa divulgação.

Ainda, alguns estudos apontam que a referida proposta enfrentaria barreiras legais, visto que a SEC careceria de legitimidade para editar regras acerca de questões associadas à política de mudança climática, visto que tais assuntos deveriam estar restritos ao congresso⁷⁰⁴. Nesse cenário, um grupo de procuradores alegou que a referida proposta não é uma fonte autônoma de autoridade e, portanto, a SEC deveria se restringir a buscar garantir que essas divulgações não sejam enganosas ou fraudulentas⁷⁰⁵.

Vislumbra-se, por outro lado, que aquilo que os procuradores e as outras entidades entendem como uma fuga dos poderes tradicionais da SEC, na verdade, são medidas essenciais para a mitigação do *greenwashing* no mercado de capitais. Sem descartar a relevância da crítica com relação à divulgação de informações relacionadas ao Escopo 3, não há que se questionar a relevância econômica de tais fatores à medida que a não divulgação de determinados aspectos pode prejudicar financeiramente investidores que se conhecessem o risco climático de determinado investimento, não teriam realizado a aplicação.

No cenário brasileiro, por outro lado, tal nível de detalhamento do *disclosure* com relação aos aspectos climáticos ainda não foi abordado pela regulação, de modo que questionamentos como o citado acima, que indagam a autoridade do regulador para legislar sobre a matéria,

703 Emissões do escopo 3 são emissões indiretas geradas a partir de fontes que não são de propriedade nem controladas pela empresa, por exemplo, emissões associadas à matéria-prima adquirida, viagens de negócios e deslocamento dos colaboradores, descartes de resíduos, transporte e distribuição

704 VALLETTE, Jacqueline M.; GRAY, Kathryn M. **SEC's Climate Risk Disclosure Proposal Likely to Face Legal Challenges**. 10 de maio de 2022. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/05/10/secs-climate-risk-disclosure-proposal-likely-to-face-legal-challenges/>. Acesso em: 10 ago. 2023.

705 EUA. SEC. **The Honorable Gary Gensler Chair Securities and Exchange Commission 100 F St. NE Washington, DC 20549 Re: Climate Change Disclosures**. 14 jul. 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/comments/climate-disclosure/cll12-8915606-244835.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2023.

ainda não foram enfrentados detidamente pela CVM. É de se indagar em que medida esses questionamentos começarão a aparecer diante do proposto pela Resolução CVM nº 193.

De todo modo, uma das exigências da SEC no âmbito da Audiência Pública da referida proposta é, a título exemplificativo, a supervisão dos riscos relacionados ao clima pelo Conselho de Administração (*board of directors*) da companhia. Não obstante, a norma não demonstra quais seriam os critérios e os métodos adotados pela SEC para analisar se o emissor realmente considerou todos os riscos aos quais estava sujeito, o que somente permitiria a real análise da gravidade do risco após uma fatalidade ambiental.

A preocupação acima esbarra também na diversidade de provedores de dados ESG no mercado, que abrange não somente a divulgação de informações climáticas, mas também sociais e de governança, e que são influenciados em função de fatores como a geolocalização, a dimensão do provedor e o setor de análise⁷⁰⁶. Nesse contexto, essa multiplicidade de provedores impede que as informações divulgadas sejam suficientemente claras e precisas, dificultando a comparabilidade entre diferentes companhias. Essa discussão também foi aventada na esfera da Resolução CVM no 59, mas não foi acolhida pela CVM, sob argumento de que tal padronização deve ocorrer a nível global⁷⁰⁷, o que se pretende, em certa medida, justamente pela Resolução CVM nº 193.

Diante dessas considerações, é inegável que a padronização dos critérios de *disclosure* é uma característica salutar e de extrema importância para a mitigação da assimetria informacional e, por consequência, de práticas de *ESG-washing*. Apesar disso, entende-se

706 EL-HAGE, op. cit.

707 Na SDM 09/20 os participantes do mercado solicitaram à CVM a adoção de “(a) critérios de identificação, coleta, avaliação, mensuração de dados ASG, (b) fornecedores de dados ASG eventualmente contratados e (c) última data de coleta, avaliação e mensuração de dados”. A CVM não acolheu a sugestão, alegando que a especificação de dados ESG deve seguir o progresso das iniciativas de padronização globais. Caso contrário, isso não resultaria em uma maior uniformidade e coerência das informações, mas, ao contrário, em uma fragmentação ainda mais acentuada dos dados

que a padronização dos critérios de divulgação não afasta por completo o *disclosure* seletivo ou mesmo a apresentação de informacionais insuficientes para o adequado *assessment* da maturidade dos emissores em questões ESG, justamente pelo fato de ser mantido o modelo “pratique ou explique”.

Um aprimoramento para a padronização dos dados fornecidos por esses provedores é a abordagem presente na regulamentação proposta pela Comissão Europeia. De acordo com esse regulador, os provedores de riscos precisarão ser supervisionados e autorizados pela ESMA, visando à uniformização das classificações pelas agências de *rating* e, conseqüentemente, permitir maior comparabilidade entre os emissores⁷⁰⁸. As agências de *rating* passariam a ser – e aqui não é feito qualquer juízo de valor –, nesse contexto, verdadeiros *gatekeepers* da maturidade ESG dos emissores.

Em uma análise mais abrangente, a regulamentação ESG também pode conviver e se utilizar de outros mecanismos privados existentes, mas pouco difundidos, no mercado de capitais. Um exemplo disso são as certificações ESG, que exigem uma gama de critérios para que a empresa faça jus ao selo que certificaria seus padrões sociais, ambientais e de governança, levando em consideração os diferentes níveis de “maturidade ESG” que um agente de mercado pode deter.

Nota-se que o atual nível de maturidade regulatória na divulgação de informações climáticas – e demais temáticas ESG – ainda permite certa discricionariedade ao emissor, que tem margem para ocultar informações e, posteriormente, alegar que esses dados não poderiam ser conhecidos. Isso se dá em razão dos padrões e métricas utilizados ainda não serem suficientemente acurados e dificultarem a comparabilidade do grau de aderência de cada empresa aos fatores ESG⁷⁰⁹.

708 KPMG. **ESG Ratings:** The EU's Journey to Regulation Begins. Disponível em: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2023/06/esg-ratings-the-eus-journey-to-regulation-begins.html>. Acesso em: 17 ago. 2023.

709 Para fins de referência, atualmente, o relatório ESG mais utilizado é o *Global Reporting Initiative (GRI)*, de padronização internacional. Não obstante, as empresas brasileiras possuem um baixo grau de adequação aos padrões do GRI no que se

Por outro lado, a tentativa de padronização trazida pela regulamentação, mesmo que ainda em grau insatisfatório, parece trazer maior segurança ao mercado de capitais se comparado aos relatórios voluntários de sustentabilidade. Afinal, estes tendem a ser mais suscetíveis ao *self-reporting bias*⁷¹⁰ quando pautados nos próprios relatórios e políticas internas da empresa e não em critérios objetivos. Mais uma vez se reitera que, em alguma medida, a melhora desse problema é endereçada pela Resolução CVM nº 193, porém não de forma plena, já que não apenas o modelo “pratique ou explique” continuará sendo adotado, como a referida Resolução não guarda igual preocupação com todos os aspectos ESG, dando maior foco para as questões relacionadas à sustentabilidade.

A partir dessas considerações, fica claro o entendimento de que a falta de clareza e padronização nos relatórios de sustentabilidade afasta os próprios investidores de determinados investimentos. Para mitigar essa problemática, há estudos que defendem a utilização do

refere à divulgação de valores socioambientais, muitas vezes disponibilizando apenas informações parciais, especialmente quando se trata de aspectos que demandam detalhamentos mais complexos, priorizando esses padrões na esfera dos dados meramente cadastrais (Cf. RÊS, P.; DOMENICO, D. D.; TRÊS, N. **Nível de Disclosure nos Relatórios de Sustentabilidade em Conformidade com o Global Reporting Initiative (GRI)**. Revista Ambiente Contábil, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, ISSN 2176-9036, [S. l.], v. 15, n. 2, p. 1-18, 2023. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/28710>. Acesso em: 9 set. 2023. p. 10-15). Os padrões GRI são divididos em normas e séries, sendo alguns dos tópicos exigidos obrigatórios, enquanto outros são voluntários. Considerando as séries econômica, ambiental e social, em 2019, a empresa Lojas Americanas divulgou apenas 4 das 17 normas da série econômica, sendo uma das empresas brasileiras que menos divulgou dados nessa série, o que ilustra a flexibilidade existente nos relatórios voluntários, ainda que sigam padrões globais (sobre o tema v. HENRIQUE, M. R.; CIRINO, J. S.; CIRINO, J. S.; SAPORITO, A. **Análise do nível de adesão da Global Reporting Initiative (GRI): Estudo do Relatório de Sustentabilidade das Empresas Listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3. Amazônia, Organizações e Sustentabilidade**, v. 12, n. 1, p. 83-102, 2023. Disponível em: <http://revistas.unama.br/index.php/aos/article/view/2567/0>. Acesso em: 09 set. 2023).

710 O *self-reporting bias* (viés do autorrelato) é um fenômeno em que as empresas relatam informações enganosas ou distorcidas sobre seus próprios negócios, visando, entre outras coisas, atrair mais investidores ou evitar sanções regulatórias. Diferentemente do *greenwashing*, que se relaciona a questões ESG, o *self-reporting bias* é um fenômeno mais amplo, que abrange outras categorias de informação.

Big Data e da Inteligência Artificial na elaboração desses relatórios⁷¹¹, visando abarcar dados de diferentes mídias e plataformas, de modo a permitir o cruzamento de informações e tornar a análise apresentada nos relatórios ESG mais confiável, mitigando o risco de *ESG-washing*.

Sob outra perspectiva, não se pode negar que uma regulamentação padronizada e abrangente globalmente deverá enfrentar grandes desafios em virtude da diversidade e da complexidade das informações que precisam ser processadas e divulgadas por cada companhia⁷¹². Por essa razão, entende-se como adequado que seja preconizada a manutenção dos relatórios voluntários em conjunto com a regulamentação obrigatória do *disclosure*, de modo que tais ferramentas atuem de modo complementar, devendo se adotar meios de verificação da qualidade das informações divulgadas em ambos os formatos de relatórios.

Para além da questão da deficiência informacional no âmbito das companhias abertas, a regulamentação da divulgação de informações ESG pelos fundos de investimento também tem sido amplamente discutida pelo mercado, sendo o contexto também palco de inúmeras discussões acerca do *ESG-washing*. Com o objetivo de ilustrar o uso disfuncional dos aspectos ESG nessa indústria e corroborar a importância da discussão séria sobre o *disclosure* de informações não financeiras, convida-se para uma breve análise acerca do *labeling* de sustentabilidade adotado no mercado de fundos de investimento.

711 BELINKY, Aron et al. **A New era for Sustainability Assessment of Firms? Achievements and Challenges in Incorporating Big Data and Artificial Intelligence into Existing Frameworks**. In: XIX USP International Conference in Accounting, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1570.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

712 BELINKY, op. cit.

7. O USO DISFUNCIONAL DOS PARÂMETROS ESG E A IMPORTÂNCIA DA MITIGAÇÃO DO ESG-WASHING: BREVE ANÁLISE COM BASE NA CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS ESG

Como mencionado, a regulamentação do *disclosure* ESG no âmbito do mercado de capitais ultrapassou o limite das companhias e agora abarca também a indústria dos fundos de investimento. No contexto brasileiro, a Resolução CVM no 175, de 23 de dezembro de 2022⁷¹³, agora diferencia e estabelece direitos diferentes aos fundos que geram benefícios ambientais com seus investimentos e aqueles que integram fatores ESG às atividades relacionadas à gestão da carteira. Enquanto a CVM permite que os primeiros adotem termos como “ESG”, “ASG”, “ambiental”, “verde”, “social”, “sustentável” no próprio nome do fundo, os últimos somente poderão dispor a respeito do investimento sustentável na política de investimento estabelecida no regulamento do fundo.

Na mesma toada, a política de investimentos que integra fatores ESG ou que busca originar benefício socioambiental deve apresentar tais características em seu material de divulgação. Tal diferenciação, todavia, já era exigida pela ANBIMA às instituições participantes no que tange aos fundos sustentáveis, únicos que poderiam utilizar o sufixo “IS”, e os fundos que integram questões ESG⁷¹⁴.

Com relação aos fundos que podem adotar os nomes relacionados aos aspectos ESG, estes precisam demonstrar, entre outras coisas, quais os benefícios sustentáveis esperados, como a política de investimento busca originá-los e quais metodologias seguidas para a sua qualificação. Não obstante, não existe um padrão

713 BRASIL. CVM. **Resolução CVM Nº 175, de 23 dezembro 2022**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

714 Veja: (i) ANBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros**. 2 abr. 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023, e (ii) ANBIMA. **Guia ASG II Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento**. 23 dez. 2021. Disponível: https://www.anbima.com.br/data/files/93/F5/05/BE/FEFDE71056DEBDE76B2BA2A8/Guia_ASG_II.pdf. Acesso em: 10 mar. 2023.

a ser seguido pelos fundos que apenas integram as questões ESG, visto que diferentes fundos podem adotar diferentes métricas e diferentes níveis de aplicação de práticas sustentáveis.

Com relação aos fundos que apenas integram os fatores ESG e que, portanto, não podem utilizar nomenclaturas relacionadas a esse tema, apresentam uma margem maior para o *ESG-washing*. Argumento similar foi levantado pelo mercado nos EUA com relação aos *Integration Funds*, classificação utilizada na nova proposta da SEC no que se refere aos fundos ESG, conforme detalhado a seguir.

Apesar dessas normas nascerem com o intuito de mitigar a prática do *ESG-washing* no âmbito dos fundos de investimento que usam essa nomenclatura apenas para atrair receita⁷¹⁵, as novas regulamentações ainda são passíveis de questionamento quanto a sua efetividade. De acordo com o posicionamento da BlackRock⁷¹⁶ no âmbito da Audiência Pública da SEC com relação à proposta de *disclosure* de informações ESG dos fundos de investimentos⁷¹⁷, a definição de *Integration Funds* não é suficientemente precisa, o que poderia confundir os investidores e criar um cenário propício à prática do *ESG-washing*.

Diferentemente ocorre com os fundos *ESG Focused*, os quais têm como principal meta atingir objetivos sustentáveis por meio de seus investimentos, e cujos aspectos ESG são determinantes para a escolha ou a exclusão de determinado ativo do portfólio do fundo, razão pela qual estão sujeitos à adoção de critérios mais rígidos de divulgação.

715 SHAPIRO, Corey. **Green Funds in a Gray Area**. *Columbia Journal Of Environmental Law*, Columbia Journal of Environmental Law, v. 48, n. 2, p. 63, 9 jun. 2023. Columbia: Columbia University Libraries. <https://journals.library.columbia.edu/index.php/cjel/article/view/11734>. Acesso em: 10 jun. 2023.

716 BODNAR, Paul; KENT, Elizabeth. **Enhanced ESG Disclosures for Investment Funds and Advisers**: A Comment from BlackRock. 13 set. 2022. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2022/09/13/__trashed-15__trashed/.

717 EUA. SEC. **Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices**. Nova York, 25 maio 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/2022/05/enhanced-disclosures-certain-investment-advisers-and-investment-companies-about>. Acesso em: 10 jun. 2023.

No que concerne à perspectiva da União Europeia acerca do tema, em 18 de novembro de 2022 e 20 de fevereiro de 2023⁷¹⁸ a ESMA promoveu uma consulta pública acerca das diretrizes dos fundos que utilizam a nomenclatura ESG, visando justamente abarcar as preocupações dessa autarquia com relação ao crescimento do *ESG-washing*, dado o potencial das nomenclaturas ESG de atrair investidores.

O racional da ESMA na última consulta pública relacionada à nomenclatura dos fundos verdes, diferente daquele seguido pela SEC ou pela CVM, é baseado em um percentual mínimo de investimentos sustentáveis na composição do fundo. Para que o fundo tenha a permissão para usar *ESG-related words* em seu nome, pelo menos 80% de seu portfólio deve estar voltado a investimentos sociais e/ou ambientais e/ou com objetivos de investimento sustentável. Por sua vez, o fundo pode utilizar a nomenclatura *sustainable* caso pelo menos 50% desses 80% estiverem alocados em investimentos sustentáveis⁷¹⁹.

Apesar das normas supracitadas, percebe-se que, além das regulamentações que dizem respeito diretamente aos fundos, existe uma lacuna no que se refere às exigências especificamente voltadas aos seus respectivos gestores e administradores. Em contraste aos Formulários de Referência divulgados pelas empresas de capital aberto, os Formulários de Referência apresentados pelos gestores e administradores de fundos de investimento e carteiras administradas, conforme estabelecido na Resolução CVM nº 21⁷²⁰, não impõem requisitos de divulgação de informações relacionadas à sustentabilidade.

718 UE. ESMA. **Consultation on Guidelines on Funds' Names Using ESG or Sustainability-Related Terms**. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-guidelines-funds%E2%80%99-names-using-esg-or-sustainability-related>. Acesso em: 10 jun. 2023.

719 Os investimentos sustentáveis estão definidos no Artigo 2(17)17 da Regulation (EU) 2019/2088 (SFDR).

720 BRASIL. CVM. **Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2023**. Disponível em: <file:///C:/Users/APO/Downloads/resol021consolid%20-%202023-10-22T153432.808.pdf>. Acesso em 22 de set. de 2023.

Considerando esse contexto, é evidente a necessidade de incorporar aos deveres desses prestadores de serviços a obrigação de observar os princípios ESG em suas operações, bem como de explicitar os métodos adotados para assegurar a conformidade com esses princípios. Isso possibilitaria que a mencionada regulamentação fosse harmonizada com as recentes normas aplicáveis aos fundos de investimento no Brasil, permitindo, assim, que os investidores também avaliassem os produtos de investimento com base na conduta dos gestores e administradores desses fundos no mercado.

Para preencher essa lacuna, no Plano de Ações e Finanças Sustentáveis para 2023-2024⁷²¹, a CVM traz como um dos objetivos do regulador o incentivo a pesquisas que possam auxiliar no aprimoramento dos Formulários de Referência divulgados pelos administradores de carteiras, garantindo a obrigatoriedade de contemplar as práticas ESG⁷²².

Essa regulamentação se faz necessária no âmbito do exercício de voto dos agentes fiduciários nas companhias investidas, que representa uma das formas de manifestação dos interesses ESG nos fundos de investimento. Há estudos que indicam que, em regra, os agentes fiduciários somente exercem seu direito de voto a favor das causas que envolvam sustentabilidade nas hipóteses em o voto resultará em benefício financeiro ao fundo⁷²³.

Com isso, as manifestações dos administradores de carteiras de valores mobiliários em benefício das pautas ESG apenas camuflariam interesses dos agentes econômicos em trazerem rendimento às carteiras geridas. Embora essa questão seja reconhecida pelo mercado, a análise das novas regulamentações relacionadas aos fundos de investimento não revelou a existência de mecanismos capazes de lidar com essa forma de manifestação do *ESG-washing*, o que representa

721 O Plano de Ações e Finanças Sustentáveis busca atender os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ODS.

722 Essa iniciativa está alinhada aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ODS de Igualdade de Gênero, Trabalho Decente e Crescimento Econômico, Consumo e Produção Responsáveis e de Ação Contra a Mudança Global do Clima.

723 Ibid.

uma das lacunas que precisam ser sanadas pelo regulador. Acerca desse entrave, cabe ressaltar que o mercado não precisaria abandonar seus interesses econômicos para atingir os objetivos ESG, todavia, a sustentabilidade deveria primordialmente ser observada à luz dos benefícios sociais, ambientais e econômicos a longo prazo.

Sob a perspectiva dos investidores, por sua vez, há autores que argumentam que o mercado considera o tema da sustentabilidade relevante na esfera do exercício do voto dos fundos de investimento. Uma das razões para essa preocupação reside no fato de que a maior parte dos participantes do mercado é composta por investidores com carteiras diversificadas e que, conseqüentemente, se preocupam com riscos sistemáticos, isto é, riscos que afetariam diversas classes de investimentos, como a inflação, por exemplo⁷²⁴.

Na mesma linha, as mudanças climáticas aparecem aos investidores diversificados como um risco sistemático. Em contrapartida, esses investidores tendem a negligenciar os riscos chamados idiossincráticos, que podem afetar uma determinada companhia ou um setor específico. Uma vez que os aspectos relacionados à sustentabilidade podem, de fato, abranger tais particularidades, é importante que os investidores sejam conscientizados acerca desse tema pelo regulador, o que parece dialogar com o Plano de Ações e Finanças Sustentáveis para 2023-2024 da CVM. Caso contrário, corre-se o risco de uma institucionalização do *ESG-washing*, o que faria com que as pautas ESG deixassem de exercer seu importante papel dentro do contexto do “Capitalismo Consciente” e passassem a ser utilizadas como atributo mercadológico para atração de investidores.

724 COFFEE JR., John C. **The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk**, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper 541/2020, 10 mar. 2021 Columbia Business Law Review. 602. 2021. Disponível em: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2680. Acesso em: 15 ago. 2023.

CONSIDERAÇÕES CONCLUSIVAS

Em linha com o que foi discutido ao longo deste estudo, o *disclosure* no mercado de capitais emana da necessidade de proteção dos investidores, de modo a possibilitar que as decisões do mercado sejam mais racionais à medida que os investidores possam distinguir um valor mobiliário do outro. Essa dinâmica permitiria a formação de mercados eficientes, em que o preço dos valores mobiliários refletiria efetivamente todas as informações disponíveis.

Tal concepção impulsiona a divulgação de informações não financeiras no mercado de capitais, dado que o mercado passa a compreender que os valores mobiliários teriam seu preço constituído não puramente por suas características econômicas, mas também por seus impactos sociais, ambientais e de governança. Essa mentalidade é absorvida pelas entidades regulatórias de diferentes jurisdições, todavia, em um primeiro momento, a regulamentação da divulgação de informações abarca critérios pouco precisos, insuficientes e que carecem de padronização, o que daria margem para o *ESG-washing* em suas mais variadas vertentes.

No contexto da divulgação de informações não financeiras, o modelo “pratique ou explique” ganhou propulsão, constituindo-se como um método que dá maior flexibilidade ao mercado, visto que permite que o *disclosure* aconteça em linha com as diferentes atuações de cada companhia ou veículo de investimento. Não obstante, tal flexibilidade, ainda que evite a abordagem “*one size fits all*”, ainda precisa ser aprimorada em virtude da falta de padronização das informações prestadas nesse modelo, de modo a permitir a formação de padrões de justificativas verificáveis.

No cenário brasileiro, a Resolução CVM no 59 ganha destaque no que tange à mitigação do *ESG-washing* à medida que discrimina quais informações seriam efetivamente relevantes aos investidores, todavia, a norma ainda é permeada de lacunas, que, inclusive, não evidenciam se determinado risco da companhia deveria ou não ser divulgado. Brechas como essas impedem que os julgadores tenham,

posteriormente, fundamentos plausíveis para a punição de uma companhia pela ocultação de determinado risco ESG.

No cenário internacional, as normas que visam combater o *ESG-washing* seguem a mesma tendência, de maneira a buscarem a padronização e comparabilidade das divulgações. Essa perspectiva é adotada em normas específicas editadas pela SEC acerca da divulgação de informações climáticas, que teve sua legitimidade questionada por aqueles que consideram que essa entidade regulatória estaria invadindo a competência legislativa.

Procurou-se, ainda, demonstrar que a assimetria informacional de questões não financeiras não é restrita às companhias, sendo também preocupação da regulação dos fundos de investimento. Nesse âmbito, surgem desafios adicionais relacionados ao *labeling* ESG dos fundos de investimento, o qual pode ser manipulado por agentes fiduciários com o intuito de confundir os investidores, uma vez que o arcabouço regulatório das classificações dos fundos ESG ainda não atingiu um nível de precisão satisfatório e tampouco a maturidade necessária.

Apesar dessas regulamentações carecerem de aperfeiçoamento, é evidente o crescimento exponencial da preocupação dos reguladores, no Brasil e em outras jurisdições, com a sustentabilidade e a criação de mecanismos que visem combater o as práticas de *ESG-washing*. No contexto brasileiro, notadamente, a edição da Resolução CVM no 193 demonstra a importância atribuída ao tema pelo regulador, que visa, por meio dessa regulamentação e das normas e condutas programadas no Plano de Ações e Finanças Sustentáveis para 2023-2024, garantir maior confiabilidade ao mercado por meio da padronização global e, conseqüentemente, comparabilidade entre as informações divulgadas no mercado de capitais, utilizando-se de mecanismos voluntários em um primeiro momento.

Dessa forma, tais iniciativas representam um passo importante na construção de mercados mais transparentes e eficientes, por meio da harmonização de mecanismos voluntários e obrigatórios de divulgação. Não é possível, contudo, afirmar que se trata de uma

solução definitiva, diante das insuficiências do modelo “pratique ou explique” e da ainda falta de maturidade ESG aos *players* do mercado de valores mobiliários, tanto emissores, quanto investidores.

A insuficiência das soluções regulatórias e autorregulatórias verificadas não podem significar a ausência de solução para esse problema informacional, mas a oportunidade de refletir verdadeiramente sobre o papel da regulação e a sua extensão. Em um mundo em que aspectos regulatórios e autorregulatórios têm sido cada vez mais determinantes para que os empreendedores decidam onde desenvolver as suas atividades, quem sabe a regulamentação séria e que realmente mitigue o risco de *ESG-washing* possa não vir a ser o diferencial competitivo.

A consequência será uma importância cada vez maior da qualidade da informação não financeira divulgada e, por que não, a ascensão de empreendimentos de *rating* de maturidade ESG como os novos *gatekeepers* do mercado de capitais. Aguardem-se as cenas dos próximos capítulos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George A. **The Market for: quality uncertainty and the market mechanism**. The Quarterly Journal of Economics, New York: Oxford University Press, v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970. Oxford University Press. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1879431>. Acesso em: 20 ago. 2023.

ANBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros** (2 abr. 2023). Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

ANBIMA. **Guia ASG II Aspectos ASG para Gestores e para Fundos de Investimento** (23 dez. 2021). Disponível: https://www.anbima.com.br/data/files/93/F5/05/BE/FEFDE71056DEBDE76B2BA2A8/Guia_ASG_II.pdf. Acesso em: 10 mar. 2023.

ANBIMA. **União Europeia Avança na Determinação de Padrões de Divulgação de Informações para Produtos ASG** (2021, 31ª edição). Disponível em: https://www.anbima.com.br/en_us/informar/regulacao/internacional/radar/uniao-europeia-avanca-na-determinacao-de-padroes-de-divulgacao-de-informacoes-para-produtos-asg.htm. Acesso em: 5 ago. 2023.

ANDERSSON, Jan Bertil. **Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain: a Critical Review**. The European Financial Market in Transition, Hanne Birkmose, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (eds.), Kluwer Law International, 2011, Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-19, p. 89-105, 22 jun. 2011. Elsevier BV. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1869916. Acesso em: 24 ago. 2023.

ATCHABAHIAN, Ana Cláudia Ruy Cardia. **ESG Teoria e prática para a verdadeira sustentabilidade nos negócios**. São Paulo: Expressa, 2022.

BAGNOLI, Vicente. Direito econômico, 6ª edição. São Paulo: Grupo GEN, 2013. E-book. ISBN 9788522484331. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522484331/>. Acesso em: 24 ago. 2023.

BELINKY, Aron et al. **A New era for Sustainability Assessment of Firms?** Achievements and Challenges in Incorporating Big Data and Artificial Intelligence into Existing Frameworks. In: XIX USP International Conference in Accounting, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1570.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

BLACKROCK. **Viewpoint, Exploring ESG: A Practitioners Perspective**, jun. 2016., Disponível em: <https://nordsip.com/wp-content/uploads/2016/11/viewpoint-exploring-esg-a-practitioners-perspective-june-2016.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

BLOOMBERG. **Impact Report Update 2015**. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/company/press/2015-bloomberg-impact-report-a-message-from-our-founder/>. Acesso em: 10 jun. 2023.

BODNAR, Paul; KENT, Elizabeth. **Enhanced ESG Disclosures for Investment Funds and Advisers: A Comment from BlackRock**. 13 set. 2022. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2022/09/13/__trashed-15__trashed/.

BORNSTEIN, Stephanie. **The Enforcement Value of Disclosure**. Duke Law Journal, vol. 72, p. 1771, Durham, 12 maio 2023, Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4446337>. Acesso em: 5 set. 2023.

BRASIL. CVM. **Finanças Sustentáveis – Plano de Ação da CVM** (out. 2023). Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/>

acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-acao-de-financas-sustentaveis/plano_de_acao_financas_sustentaveis_cvm_bienio_2023_2024.pdf. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

BRASIL. CVM. **Processo CVM N° RJ-2010-7200**. Relatório de Análise: Audiência Pública SDM 03/13. São Paulo, 24 ago. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0313-relatorio.doc. Acesso em: 17 jun. 2023.

BRASIL. CVM. **Processo CVM SEI n° 19957.004286/2019-40**. Relatório de Análise: Audiência Pública SDM 09/20. São Paulo, 24 ago. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0920_relatorio.pdf. Acesso em: 17 jun. 2023.

BRASIL. CVM. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa** (2002). Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2023.

BRASIL. CVM. **Resolução CVM N° 175, de 23 dezembro de 2022**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

BRASIL. CVM. **Resolução CVM n° 193, de 20 de outubro de 2023**. Disponível em: <file:///C:/Users/APO/Downloads/resol021consolid%20-%202023-10-22T153432.808.pdf>. Acesso em 22 de out. de 2023.

BRASIL. CVM. **Resolução CVM n° 21, de 25 de fevereiro de 2023**. Disponível em: <file:///C:/Users/APO/Downloads/resol021consolid%20-%202023-10-22T153432.808.pdf>. Acesso em 22 de set. de 2023.

COFFEE JR., John C. **The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk**, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper 541/2020, 10 mar. 2021 Columbia

Business Law Review. 602. 2021. Disponível em: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2680. Acesso em: 15 ago. 2023.

CRISTÓFALO, R. G.; AKAKI, A. S.; ABE, T. C.; MORANO, R. S.; MIRAGLIA, S. G. K. **Sustentabilidade e o Mercado Financeiro**: estudo do desempenho de empresas que compõem o índice de sustentabilidade empresarial (ISE). Revista de Gestão, v. 23, n. 4, p. 286-297, 2016. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/129030>. Acesso em: 13 set. 2023.

EL-HAGE, Javier. **Fixing ESG**: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading Ratings? Journal of Corporate & Financial Law. v. 26, n. 2, 2021. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol26/iss2/2/>. Acesso em: 17 ago. 2023.

EUA. SEC. **Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About Environmental, Social, and Governance Investment Practices**. Nova York, 25 maio 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/2022/05/enhanced-disclosures-certain-investment-advisers-and-investment-companies-about>. Acesso em: 10 jun. 2023.

EUA. SEC. **Petition for Rulemaking on Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure from Cynthia A. Williams, Osler Chair in Bus. Law, Osgoode Hall L. Sch. & Jill E. Fisch, Saul A. Fox Distinguished Professor of Bus. Law, U. Pa. L. Sch.** To Brent J. Fields, Sec'y, Sec. & Exch. Comm'n), 02 out. 2018. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/petitions/2018/petn4-730.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

EUA. SEC. **The Enhancement and Standardization Of Climate-Related Disclosures For Investors: 17 CFR 210, 229, 232, 239, e 249 [Release Nos. 33-11042; 34-94478; File No. S7-10-22] RIN 3235-AM87**. Nova York, 24 mar. 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/33-11042.pdf>. Acesso em: 5 set. 2023.

EUA. SEC. **The Honorable Gary Gensler Chair Securities and Exchange Commission 100 F St. NE Washington, DC 20549 Re: Climate Change Disclosures.** 14 jul. 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/comments/climate-disclosure/cll12-8915606-244835.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2023.

EUA. SEC. **Vale S.A. Civil Action No. 22-Cv-2405 Complaint Jury Trial Demanded.** Nova York, 20 abr. 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2022/comp-pr2022-72.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2023.

FAMA, Eugene F. **Efficient Capital Markets:** A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383, maio de 1970. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2325486>. Acesso em: 20 ago. 2023.

FILHO, Calixto S. **O novo direito societário.** São Paulo: Editora Saraiva, 2019. E-book. ISBN 9788553611522. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553611522/>. Acesso em: 17 ago. 2023.

FRAZÃO, Ana. **Governança Corporativa e Compliance como Mecanismos para a Superação da Shareholder Theory.** Jota, 02 out. 2019. <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/columnas/constituicao-empresa-e-mercado/governanca-corporativa-e-compliance-como-mecanismos-para-a-superacao-da-shareholder-theory-02102019>. Acesso em: 15 ago. 2023.

HADJIKYPRIANOU, George C. **The Principle of ‘Comply or Explain’ Underpinning the UK Corporate Governance Regulation: is there a need for a change?** *Corporate Law: Corporate Governance Law Journal*, v. 81, n. 7, 27 nov. 2015. Elsevier BV. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2690687. Acesso em: 02 abr. 2023.

HENDERSON, Rebecca. **Moral Firms?** Daedalus, v. 152, n. 1, p. 198-211, dez. 2023 (p. 198-200). MIT Press. Disponível em: https://direct.mit.edu/daed/article-pdf/152/1/198/2072601/daed_a_01979.pdf. Acesso em: 02 abr. 2023.

HENRIQUE, M. R.; CIRINO, J. S.; CIRINO, J. S.; SAPORITO, A. **Análise do nível de adesão da Global Reporting Initiative (GRI):** Estudo do Relatório de Sustentabilidade das Empresas Listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3. Amazônia, Organizações e Sustentabilidade, v. 12, n. 1, p. 83-102, 2023. Disponível em: <http://revistas.unama.br/index.php/aos/article/view/2567/0>. Acesso em: 09 set. 2023.

KOLCAVA, Dennis. **Greenwashing and Public Demand for Government Regulation.** Journal of Public Policy, v. 43, n. 1, p. 179-198, 12 dez. 2022. Inglaterra: Cambridge University Press. <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-public-policy/article/greenwashing-and-public-demand-for-government-regulation/1250F9D4E47FB32662F176C6F6225AD5>. Acesso em: 24 ago. 2023.

KPMG. **ESG Ratings:** The EU's journey to Regulation Begins. Disponível em: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2023/06/esg-ratings-the-eus-journey-to-regulation-begins.html>. Acesso em: 17 ago. 2023.

LAGASIO, Valentina; CUCARI, Nicola. **Corporate Governance and Environmental Social Governance Disclosure:** A Meta Analytical Review. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, v. 26, n. 4, p. 701-711, 22 jan. 2019. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/csr.1716>. Acesso em: 5 set. 2023.

MARQUIS, Christopher; TOFFEL, Michael W.; ZHOU, Yanhua. **Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure:** A Global Study of Greenwashing. Organization Science, v. 27, n. 2, p. 483-504, mar. 2016. Institute for

Operations Research and the Management Sciences. Disponível em: <https://dash.harvard.edu/handle/1/27419737>. Acesso em: 25 ago. 2023.

MOLNAR, Aladar. **Mandatory ESG Reporting: A Comparative Analysis of Brazil, the United States, and Europe**. SSRN Electronic Journal, 7 abr. 2022. Elsevier BV. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4121849. Acesso em: 17 set. 2023.

MUNAIER, Christian Gomes-e-Souza; MIYAZAKI, Fernando Rejani; MAZZON, José Afonso. **Morally Transgressive Companies and Sustainable Guidelines: Seeking Redemption or Abusing Trust?** Rausp Management Journal, v. 57, n. 4, p. 413-433, 22 set. 2022. Emerald. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rmj/a/w6yXySqjHWrFzb6MhpLXHbc/?format=pdf&lang=en>. Acesso em: 25 ago. 2023.

MUSSIO, Donna. HOULIHAN, Mary Beth, and SOUTER, Taylor. **To Lead or Not to Lead: Contrasting Recent Statements by SEC and ESMA Chairs on ESG Disclosure**. 2020. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/16/to-lead-or-not-to-lead-contrasting-recent-statements-by-sec-and-esma-chairs-on-esg-disclosure/>. Acesso em: 25 ago. 2023.

PARK, James J., **ESG Securities Fraud**. Wake Forest Law Review, Forthcoming, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 23-02, 25 abr. 2023. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4428212>. Acesso em: 10 set. 2023.

PEARS, Peter; BAINES, Tim; WILLIAMS, Oliver. **Greenwashing: Navigating the Risk**. 2023. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/07/24/greenwashing-navigating-the-risk/>. Acesso em: 24 ago. 2023.

PINHEIRO, Juliano. Mercado de Capitais. 9ª Edição. São Paulo: Editora Atlas, 2016.

PITTA, André Grünspun. **O regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading: O Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais**. Coletânea da Atividade Negocial. São Paulo: Universidade Nove de Julho, 2019. Disponível em http://docs.uninove.br/arte/pdfs/Livro_Direito_2019_verbetes_26022019.pdf. Acesso em: 13 ago. 2023.

REIS, Yasmin Fernandes; PRADO, Viviane Muller; DUTRA, Marcos Galileu Lorena. **Greenwashing e o Regime Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro**. Revista dos Tribunais, n. 1054, ago. 2023. São Paulo. Disponível em: <https://dspace.almg.gov.br/handle/11037/50276>. Acesso em: 27 ago. 2023.

RÊS, P.; DOMENICO, D. D.; TRÊS, N. **Nível de Disclosure nos Relatórios de Sustentabilidade em Conformidade com o Global Reporting Initiative (GRI)**. Revista Ambiente Contábil, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, ISSN 2176-9036, [S. l.], v. 15, n. 2, p. 1-18, 2023. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/28710>. Acesso em: 9 set. 2023.

RODRIGUES, Sofia Nascimento. **A protecção dos investidores em valores mobiliários**. Porto: Almedina, 2001.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos**. 2ª ed. São Paulo; Malheiros, 2008.

SCHLEICH, Melissa Velasco. **Quais são as Políticas e Práticas em Recursos Humanos mais Utilizadas pelas Empresas com Melhores Índices ESG no Brasil?** Revista de Administração de Empresas, v. 62, n. 5, 2021. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8632469>. Acesso em: 5 set. 2023.

SHAPIRO, Corey. **Green Funds in a Gray Area**. **Columbia Journal Of Environmental Law**, Columbia Journal of Environmental Law, v. 48, n. 2, p. 63, 9 jun. 2023. Columbia: Columbia University Libraries. <https://journals.library.columbia.edu/index.php/cjel/article/view/11734>. Acesso em: 10 jun. 2023.

SILVA, V. M.; LUCENA, W. G. L. **Contabilidade ambiental: análise da participação no índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e a rentabilidade das empresas listadas na [B]3**. Revista Gestão & Tecnologia, Pedro Leopoldo, v. 19, n. 2, p. 109-125, 2019. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/53027/contabilidade-ambiental--analise-da-participaca--->. Acesso em: 13 set. 2023.

STIGLER, George J. **Public Regulation of the Securities Markets**. The Journal of Business, vol. 37, no. 2, p. 117-142. Chicago: The University of Chicago Press, abr. 1964. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2351027>. Acesso em: 12 ago. 2023.

STIGLER, George J. **The Theory of Economic Regulation**. The Bell Journal of Economics and Management Science, vol. 2, no. 1, p. 335-358, California: RAND Corporation, outono de 1974. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3003113>. Acesso em: 13 ago. 2023.

STIGLITZ, Joseph E. **Information and Capital Markets**. In **Financial Economics: Essays in Honor of Paul Cootner**, ed. W.F. Sharpe and C.M. Cootner, p. 118-158. Nova Jersey: Prentice-Hall, 1982 Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w0678>. Acesso em: 20 ago. 2023.

UE. ESMA. **Consultation on Guidelines on Funds' Names Using ESG or Sustainability-Related Terms** (União Europeia, 18 nov. 2022 a 20 feb. 2023). Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-guidelines-funds%E2%80%99-names-using-esg-or-sustainability-related>. Acesso em: 10 jun. 2023.

VALLETTE, Jacqueline M.; GRAY, Kathryne M. **SEC's Climate Risk Disclosure Proposal Likely to Face Legal Challenges**. 10 de maio de 2022. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/05/10/secs-climate-risk-disclosure-proposal-likely-to-face-legal-challenges/>. Acesso em: 10 ago. 2023.