Organizadores
André Paschoal Café de Castro
Bruna Pereira Frasson
Sofia Arruda Prado
Victor Augusto Rocha Gonçalves

LEI DAS S.A.

Estudos em Homenagem aos 50 Anos

EXPERT EDITORA DIGITAL

GEDEMP

Cinco décadas após sua promulgação, a Lei nº 6.404/1976 permanece como o principal eixo do direito societário brasileiro e um dos pilares institucionais do desenvolvimento econômico do País. Concebida para fortalecer o mercado de capitais, fomentar o investimento produtivo e conciliar liberdade empresarial com mecanismos de proteção aos investidores, a Lei das S.A. continua a oferecer respostas para desafios que se renovam a cada geração.

Em celebração aos seus 50 anos, o GEDEMP reúne nesta obra coletiva pesquisadores, advogados e estudiosos do Direito Empresarial para refletir sobre a trajetória, a atualidade e as perspectivas futuras da legislação societária brasileira. Os estudos aqui apresentados examinam, sob diferentes enfoques, temas centrais relacionados à estrutura de poder nas companhias, aos deveres de administradores e controladores, à proteção dos acionistas, às operações societárias, ao mercado de capitais e às novas formas de organização da atividade empresarial.

Ao combinar rigor acadêmico e experiência prática, a coletânea promove um diálogo qualificado entre teoria e realidade empresarial, abordando tanto questões clássicas quanto os desafios mais recentes enfrentados pela companhia contemporânea.

Organizadores

ISBN 978-65-6006-328-0

PATROCINADORES

LEI DAS S.A.

Estudos em Homenagem aos 50 Anos

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos
Direção Editorial: Daniel Carvalho
Diagramação e Capa: Editora Expert
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"

A Expert Editora, bem como a organização da obra não se responsabilizam por quaisquer posições, opiniões e condutas compartilhadas nesta obra, sendo o conteúdo dos capitulos de responsabilidade exclusiva de seus respectivos autores.

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

C355l
Castro, André Paschoal Café de; Frasson, Bruna Pereira; Prado, Sofia Arruda; Gonçalves, Victor Augusto Rocha (organizadores)
Lei das S.A. : estudos em homenagem aos 50 anos / André Paschoal Café de Castro, Bruna Pereira Frasson, Sofia Arruda Prado e Victor Augusto Rocha Gonçalves (organizadores). – Belo Horizonte : Expert Editora Digital, 2026.
510 p.
ISBN: 978-65-6006-328-0
Modo de acesso: https://experteditora.com.br

1. Sociedades anônimas. 2. Direito societário. 3. Sociedades anônimas – Legislação – Brasil. 4. Mercado de capitais. 5. Governança corporativa. 6. Direito empresarial.
I. Castro, André Paschoal Café de, org. II. Frasson, Bruna Pereira, org. III. Prado, Sofia Arruda, org. IV. Gonçalves, Victor Augusto Rocha, org. V. Título.

CDD: 346.066
CDU: 347.72

Índices para catálogo sistemático:

experteditora.com.br
contato@editoraexpert.com.br



Prof. Dra. Adriana Goulart De Sena Orsini
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Alexandre Miguel Cavaco Picanco Mestre
Universidade Autónoma de Lisboa, Escola. Superior de Desporto de Rio Maior, Escola. Superior de Comunicação Social (Portugal), The Football Business Academy (Suíça)

Prof. Dra. Amanda Flavio de Oliveira
Universidade de Brasília - UnB

Prof. Dr. Carlos Raul Iparraguirre
Facultad de Ciencias Juridicas y Sociales, Universidad Nacional del Litoral (Argentina)

Prof. Dr. Cèsar Mauricio Giraldo
Universidad de los Andes, ISDE, Universidad Pontificia Bolivariana UPB (Bolívia)

Prof. Dra. Cynara Silde Mesquita Veloso
Universidade Estadual de Montes Claros Unimontes e Centro Universitário Afya Montes Claros.

Prof. Dr. Eduardo Goulart Pimenta
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG. e PUC - MInas

Prof. Dra Érica Guerra da Silva
Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro - UFRRJ

Prof. Dr. Gladston Mamede
Advogado e escritor

Prof. Dr. Francisco Satiro
Faculdade de Direito da USP - Largo São Francisco

Prof. Dr. Gustavo Lopes Pires de Souza
Universidad de Litoral (Argentina)

Prof. Dr. Henrique Viana Pereira
PUC - Minas

Prof. Dr. Javier Avilez Martínez
Universidad Anahuac, Universidad Tecnológica de México (UNITEC), Universidad Del Valle de México (UVM) (México)

Prof. Dr. João Bosco Leopoldino da Fonseca
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG.

Prof. Dr. Julio Cesar de Sá da Rocha
Universidade Federal da Bahia - UFBA

Prof. Dr. Leonardo Gomes de Aquino
UniCEUB e UniEuro, Brasília, DF.

Prof. Dr. Leonardo Ferreira Vilaça
Universidade de Itaúna – UIT e Universidade do Estado de Minas Gerais – UEM

Prof. Dr. Luciano Timm
Fundação Getúlio Vargas - FGVSP

Prof. Dr. Mário Freud
Faculdade de direito Universidade Agostinho Neto (Angola)

Prof. Dr. Marcelo Andrade Féres
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Omar Jesús Galarreta Zegarra
Universidad Continental sede Huancayo, Universidad Sagrado Corazón (UNIFE), Universidad Cesar Vallejo. Lima Norte (Peru)

Prof. Dr. Rafael Soares Duarte de Moura
Universidade Estadual De Montes Claros

Prof. Dr. Raphael Silva Rodrigues
Centro Universitário Unihorizontes e Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dra. Renata C. Vieira Maia
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Rodolpho Barreto Sampaio Júnior
PUC - Minas e Faculdade Milton Campos

Prof. Dr. Rodrigo Almeida Magalhães
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG. PUC - Minas

Prof. Dr. Thiago Penido Martins
Universidade do Estado de Minas Gerais - UEMG

PREFÁCIO

A Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, completa cinquenta anos. Poucos diplomas brasileiros chegam a essa idade conservando o prestígio de que desfrutavam ao serem promulgados, e a Lei das S.A. é um deles. Elaborada por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, revela uma compreensão da empresa e do mercado que ainda surpreende quem a estuda e aplica com afinco.

Leis não criam mercados, mas podem favorecer sua eficiência, tornando mais fluido o curso das relações econômicas, ou dificultá-lo, fazendo os negócios minguarem. Queiramos ou não, leis implementam políticas públicas, e a Lei das S.A. foi concebida com esse objetivo. Sua Exposição de Motivos, subscrita por Mário Henrique Simonsen, então Ministro da Fazenda, explicita a intenção de "criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira". A poupança popular deveria ser direcionada ao financiamento das empresas nacionais.

A Exposição de Motivos já indicava que a mobilização da poupança e seu encaminhamento voluntário ao setor empresarial dependiam de um ambiente institucional capaz de assegurar ao acionista minoritário "o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade". O investidor só entrega seus recursos a uma companhia quando conhece as regras segundo as quais o poder é exercido em seu interior. Por isso, a Lei deu ao empresário ampla liberdade para organizar a estrutura de capital de sua empresa e, em contrapartida, submeteu administradores e controladores a regras de responsabilidade.

A norma jurídica buscou "encontrar-se com a realidade econômica subjacente", reconhecendo que as companhias se comportam como quem as controla e atribuindo ao controlador deveres e responsabilidades próprios. A essa disciplina vieram somar-se regras sobre os deveres dos administradores, as informações

devidas ao mercado e a proteção do crédito. Elas procuraram dar ao investidor condições de avaliar os riscos a que se expunha e, com isso, contribuíram para a fluência das relações econômicas.

Simonsen advertiu que as leis mercantis "não podem pretender a perenidade" e que teriam "necessariamente vida curta". Felizmente, essa previsão não se confirmou em relação à Lei das S.As., que atravessou décadas de inflação e a abertura da economia, passou por importantes reformas e permanece como eixo do direito societário brasileiro. Para isso também contribuiu a consciência de seus autores quanto à necessidade de aperfeiçoamento, que os levou a disciplinar de modo simplificado os institutos novos, deixando à prática a indicação das correções necessárias.

A companhia permite reunir capitais dispersos e limitar o risco de quem os investe, viabilizando empreendimentos. Dessa aptidão dependem os empregos e, em última análise, a riqueza de um país. O jurista que olha a economia com desconfiança tende a esquecer que direitos fundamentais têm custos e precisam ser financiados. Uma lei como a nossa, que dá suporte ao funcionamento do mercado, atende a fins muito mais amplos que o próprio mercado.

Os estudos reunidos pelo GEDEMP nesta obra coletiva examinam, sob diferentes perspectivas, como a Lei das S.A. responde aos problemas atuais da empresa.

Um primeiro conjunto de estudos dirige-se à organização interna da companhia e ao exercício do poder societário. Alguns autores tratam da invalidade das deliberações assembleares nas companhias fechadas e do conflito de interesses, examinado à luz das experiências portuguesa e norte-americana. Outros se dedicam ao *quitus*, confrontando a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça com o Projeto de Lei n. 2.925/2023. Há também reflexões sobre o orçamento de capital como expressão do dever de diligência e sobre o dever de lealdade do controlador que desenvolve atividades concorrentes às da companhia. Em todos esses temas, está em questão a segurança com que administradores e acionistas podem decidir.

Outro grupo de trabalhos examina a relação entre a companhia e o patrimônio de seus acionistas. A distribuição desproporcional de resultados após o Marco Legal das Startups é analisada em seus limites interpretativos e em seus reflexos sobre o planejamento patrimonial e sucessório. Completam esse quadro a autonomia estatutária para restringir a circulação de ações em casos de divórcio e falecimento e o emprego da sociedade anônima em estruturas familiares. A companhia fechada mostra-se, aqui, como instrumento de organização da família empresária, apto a prevenir litígios que consumiriam valor.

As operações societárias e o mercado de capitais também recebem atenção cuidadosa. Discute-se se o pagamento em ações do preço de aquisição justifica nova hipótese de exclusão do direito de preferência. Examinam-se a viabilidade da *cash merger* no direito brasileiro e a aquisição de controle por companhias abertas. A oferta pública prevista no art. 254-A, o regime de divulgação de fato relevante e a recompra de valores mobiliários pela própria companhia, à luz da Resolução CVM 77/2022, são objeto de estudos em estreito diálogo com a prática. Em todos eles, a qualidade da informação e a confiança do investidor influem diretamente no custo do capital.

Por fim, a obra ocupa-se das novas formas de organização da atividade empresarial. O chamado Regime Fácil das companhias de menor porte é apresentado como incentivo ao acesso ao mercado de capitais. A atuação do *searcher* na saída dos *search funds* é analisada à luz dos deveres fixados pela Lei das S.A. O modelo brasileiro de Sociedade Anônima do Futebol é comparado aos europeus. Um dos estudos volta-se aos próximos cinquenta anos da lei diante das novas tecnologias. A seleção de temas é particularmente feliz, reunindo questões clássicas e problemas que hoje desafiam os profissionais da área.

Acompanho com admiração o trabalho do GEDEMP. Fundado sob a orientação do saudoso Professor Osmar Brina Corrêa-Lima, o Grupo construiu, em Minas Gerais, ao longo de mais de duas décadas, um espaço de estudo sério e exigente. Nele, seus integrantes aprendem cedo a enfrentar problemas concretos, a ler a jurisprudência com rigor e a perceber as consequências econômicas das soluções jurídicas. Essa

formação explica a qualidade dos trabalhos produzidos pelo Grupo e a presença crescente de seus membros na Academia e na advocacia.

A coletânea reúne integrantes do GEDEMP e advogados de alguns dos mais destacados escritórios do País, enriquecendo o diálogo entre o estudo acadêmico e a prática do direito societário.

Minas Gerais há muito ocupa lugar de destaque no ensino e na aplicação do Direito Empresarial. O GEDEMP insere-se nessa tradição e ajuda a renová-la, cultivando uma cultura de estudo que enriquece o debate jurídico em todo o País.

O cinquentenário da Lei das S.A. merecia uma obra que examinasse sua aplicação aos problemas do presente, e é isso o que o leitor encontrará nas páginas seguintes. Cada artigo atesta uma ideia compartilhada por todos os que lidam com o direito societário: há cinquenta anos, nossa Lei das S.A. azeita o funcionamento do mercado brasileiro e colabora para o desenvolvimento do País.

São Paulo, setembro de 2.026.
Paula A. Forgioni

ORGANIZAÇÃO

André Paschoal Café de Castro
Bruna Pereira Frasson
Sofia Arruda Prado
Victor Augusto Rocha Gonçalves

AUTORES

Adriano Ferraz

Ana Laura Coury

André Paschoal Café de Castro

Bernardo Vianna Freitas

Bruna Pereira Frasson

Bruno Braga Araújo Campos

Bruno Melnick Fernandes

Carolina Alvarenga Diniz

Cristina de Freitas Bueno

Daniel de Miranda Facó

Elie Jaques Sherique

Evaristo Dumont de Lucena Pereira

Fernanda Cirne Montorfano Gibson

Fernanda Marques Ribeiro

Gabriel de Oliveira Chaves Costa

Gustavo Giordano Tudisco

Gustavo Paulinelli

Gustavo Rugani

Jan Van der Stricht

José Elias Alvarenga de Pádua

João Luís Cesconi Lara

Julia Barreto Lobo Dutra

Júlia Gomes de Paula

Júlio Mendes Silveira

Laura Vieira Acedo

Luiz Felipe Curtis Ferreira

Maiara Madureira

Marisa Goulart dos Santos Drumond

Moisés Cabral dos Santos Falcão

Paula Andrade Ribeiro Chaves

Paulo Estevão Miranda

Rafael Bruno Santos

Rafael Costa Zimmer Prados

Ricardo Peres Freoa

Sofia Arruda Prado

Thiago de Oliveira Paculdino

Victor Augusto Rocha Gonçalves

Victor Guita Campinho

Wagner Eustáquio Duarte Júnior

SUMÁRIO

A distribuição desproporcional de lucros nas sociedades anônimas fechadas após o marco legal das *startups*: limites interpretativos do art. 294, §4º, da lei das S.A. e reflexos no planejamento patrimonial e sucessório 17
Victor Augusto Rocha Gonçalves, Rafael Bruno Santos, Gabriel de Oliveira Chaves Costa

Invalidade de deliberações assembleares em sociedades anônimas fechadas 47
Bruna Pereira Frasson, Ana Laura Coury, Moisés Cabral dos Santos Falcão

O *quitus*: paralelo entre a jurisprudência do STJ e a ótica do PL 2.925/2023 77
Carolina Alvarenga Diniz, Jan Van der Stricht, Laura Vieira Acedo

Autonomia estatutária e seleção indireta de acionistas na sociedade anônima fechada: limites à circulação de ações em situações de divórcio e falecimento de acionista 103
José Elias Alvarenga de Pádua, Bruno Braga Araújo Campos

A lei das sociedades anônimas e novas tecnologias: os próximos 50 anos 133
Marisa Goulart dos Santos Drumond, Rafael Costa Zimmer Prados

Conflito de interesses nas sociedades anônimas: da instabilidade regulatória brasileira às soluções procedimentais de Portugal e Estados Unidos 159
Sofia Arruda Prado, Júlio Mendes Silveira, Thiago de Oliveira Paculdino

O dever de lealdade e o desenvolvimento de atividades concorrentes pelo acionista controlador 191
Ricardo Peres Freoa, Bruno Melnick Fernandes

Orçamento de capital no direito societário: função, limites e controle à luz do dever de diligência..... 217
Maiara Madureira

Companhias de menor porte e o regime fácil: um incentivo ao acesso ao mercado de capitais..... 251
André Paschoal Café de Castro, Julia Barreto Lobo Dutra

O regime de divulgação de fato relevante no mercado de capitais brasileiro 279
Wagner Eustáquio Duarte Júnior, Fernanda Marques Ribeiro

Recompra de ações, debêntures e outros valores mobiliários pela própria companhia aberta: evolução, limites e boas práticas sob a ótica da lei das sociedades por ações e da resolução CVM 77/2022..... 301
Gustavo Rugani, Paulo Estevão Miranda

Opa de *tag along* e o artigo 254-a da lei das S.A. 319
Elie Jaques Sherique, Gustavo Giordano Tudisco

Análise prática da aplicação do artigo 256 e sistemática procedimental.....345
Fernanda Cirne Montorfano Gibson, Victor Guita Campinho

O pagamento em ações do preço de aquisição: por uma nova excludente do direito de preferência 379
Evaristo Dumont de Lucena Pereira, Daniel de Miranda Facó

Incorporação societária mediante contraprestação pecuniária: a *cash merger* no direito brasileiro 399
Cristina de Freitas Bueno, Júlia Gomes de Paula

A atuação do *searcher* no *exit* de *search funds*: deveres à luz da lei das S.A.....419
João Luís Cesconi Lara, Bernardo Vianna Freitas

O modelo brasileiro de sociedade anônima do futebol: inovações, limitações e perspectiva comparada com os principais modelos europeus 459
Adriano Ferraz, Gustavo Paulinelli

A lei das S/A na prática: uso em estruturas familiares no Brasil ... 489
Paula Andrade Ribeiro Chaves, Luiz Felipe Curtis Ferreira

A DISTRIBUIÇÃO DESPROPORCIONAL DE LUCROS NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS FECHADAS APÓS O MARCO LEGAL DAS STARTUPS: LIMITES INTERPRETATIVOS DO ART. 294, §4º, DA LEI DAS S.A. E REFLEXOS NO PLANEJAMENTO PATRIMONIAL E SUCESSÓRIO

Victor Augusto Rocha Gonçalves[1]
Rafael Bruno Santos[2]
Gabriel de Oliveira Chaves Costa[3]

1. INTRODUÇÃO

A higidez do princípio da proporcionalidade na distribuição de lucros em sociedades anônimas figurou, por décadas, como um dos pilares dogmáticos aparentemente pacificados no direito societário brasileiro, cenário de estabilidade que foi subitamente reaberto com o advento da Lei Complementar nº 182/2021 ("Marco Legal das Startups"). Ao contrário da lógica aplicável às sociedades limitadas, a Lei nº 6.404/1976 ("Lei das S.A.") edificou-se sob a premissa de que as ações de mesma classe conferem direitos econômicos iguais, tornando a desproporção na distribuição de dividendos uma anomalia estrutural quando desprovida de previsão expressa em classes distintas.

Contudo, a referida legislação complementar inseriu o §4º no artigo 294 da Lei das S.A., inaugurando um dispositivo de redação notavelmente ambígua, cujas consequências práticas possuem largo

1 Diretor do GEDEMP. Advogado de *Legal Advisory* e *Wealth Planning* na Vêneto Family Office. Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG.

2 Coordenador do GEDEMP. Trainee Jurídico em Societário, Contratos e Planejamento Patrimonial e Sucessório no Correa Silva Advogados, solução jurídica apresentada pela BluMare Global Wealth Planning. Graduando do 9º Período em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG.

3 Ex-Coordenador do GEDEMP. Advogado de Societário, Contratos e Planejamento Patrimonial e Sucessório no Calazans, Queiroz & Machado Advogados. Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG. Pós-Graduando em Advocacia Empresarial - PUC/MG.

espectro. A norma passou a prever que, no silêncio do estatuto, os dividendos poderiam ser "estabelecidos livremente" pela assembleia geral. Longe de restringir-se ao ambiente de inovação tecnológica, o debate alcança um universo amplo de companhias enquadradas na norma: as sociedades anônimas fechadas com receita bruta anual de até R$ 78 milhões. Trata-se de uma flexibilização que afeta diretamente o dia a dia de sociedades de pequeno e médio porte, incluindo parte relevante das *holdings* familiares, inaugurando margem a discussões judiciais e litígios acionários[4].

Essa tensão normativa conecta-se diretamente ao tema central desta obra comemorativa: reformas pontuais, quando inseridas em uma lei de arquitetura historicamente coerente, possuem a capacidade de gerar consequências hermenêuticas não calculadas pelo legislador. A tentativa de simplificar e desburocratizar a dinâmica das sociedades de menor porte esbarrou na estrutura elementar dos direitos de participação nos lucros, fomentando um terreno de incertezas que transborda a esfera estritamente societária para desaguar na insegurança fiscal perante os órgãos fazendários[5].

Neste contexto, o presente artigo tem como objetivo apresentar esse problema de forma rigorosa, sustentando a hipótese central de que a interpretação da "liberdade" conferida pelo §4º demanda cautela e não traduz uma liberação absoluta, sob pena de esvaziamento das regras protetivas básicas das sociedades anônimas. O texto estrutura-se inicialmente na fixação do paradigma anterior (Seção 2), procedendo ao exame da inovação legislativa trazida pelo Marco Legal das Startups (Seção 3) e à análise multidimensional da controvérsia interpretativa (Seção 4). Na sequência, fixam-se os reflexos tributários

4 DISTRIBUIÇÃO desproporcional de lucros: validade e os novos riscos. Migalhas, [S.l.], 22 abr. 2024. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/458789/distribuicao-desproporcional-de-lucros-validade-e-os-novos-riscos. Acesso em: 3 jul. 2026.

5 A DISTRIBUIÇÃO desproporcional dos lucros: uma análise jurisprudencial. Migalhas, [S.l.], 4 abr. 2024. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/456619/a-distribuicao-desproporcional-dos-lucros-uma-analise-jurisprudencial. Acesso em: 3 jul. 2026.

inerentes à prática (Seção 5) e examina-se o impacto dessa norma no planejamento patrimonial e sucessório (Seção 6).

2. PROPORCIONALIDADE NA DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS: O PARADIGMA DA LEI DAS S.A.

Antes de examinar a alteração promovida pelo Marco Legal das Startups, é necessário contextualizar o tratamento conferido pela norma societária ao tema. A Lei das S.A. sempre tratou a proporcionalidade entre ações de mesma classe como pressuposto estrutural da distribuição de lucros, raramente submetido a exame crítico autônomo. Esta seção reconstitui esse paradigma, distinguindo os planos normativos do artigo 109, a modalidade estrutural e a circunstancial de desproporção, e o entendimento pacificado no CARF antes da alteração do artigo 294.

2.1. A DUPLA DIMENSÃO DO ARTIGO 109: PARTICIPAR DOS LUCROS E A IGUALDADE ENTRE AÇÕES DA MESMA CLASSE

A Lei das S.A. disciplina a distribuição dos lucros sociais por meio de dois dispositivos que respondem a perguntas distintas e que, por essa razão, não podem ser confundidos. O artigo 109, inciso I, assegura a cada acionista o direito essencial de participar dos lucros sociais; o §1º do mesmo artigo determina que as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares. O artigo 202, por sua vez, concretiza a participação no plano do exercício social, obrigando a companhia, havendo lucro líquido, a distribuir como dividendo a parcela prevista no estatuto ou, na sua omissão, o equivalente a cinquenta por cento do lucro líquido ajustado.

A distinção entre os dois planos é o ponto de partida de toda a análise subsequente. O inciso I do artigo 109, operacionalizado pelo artigo 202, responde à pergunta do *quantum*: qual a parcela mínima do lucro que deve ser distribuída. O §1º do mesmo artigo responde à

pergunta sobre o critério de repartição: determinada a distribuição, cada ação da mesma classe recebe em igualdade de condições. A proporcionalidade, portanto, não é atributo do dividendo obrigatório, mas atributo estrutural da ação enquanto unidade de participação. Essa distinção revela-se decisiva para o exame do §4º do artigo 294.

Os direitos arrolados no artigo 109 não são direitos ordinários sujeitos à disponibilidade da maioria. Como leciona Eizirik (2021, v. 2, p. 152), tais direitos funcionam como limite ao poder majoritário. Os acionistas não podem ser deles privados por dispositivo estatutário nem por deliberação assemblear, pois integram as bases essenciais da sociedade anônima, decorrentes do "estado de acionista"[6]. A prerrogativa é individual, atribuída a cada acionista singularmente considerado, independentemente de integrar o grupo controlador ou o grupo minoritário[7], e é irrenunciável. Ou seja, o acionista pode deixar de exercê-la em determinada situação, mas resultaria inteiramente ineficaz a renúncia, dado que as ações são essencialmente títulos negociáveis e o titular não poderia praticar ato que repercute negativamente sobre o patrimônio do adquirente posterior das ações.[8]

Trata-se de concepção compartilhada pela doutrina clássica, que identifica nesses direitos os limites intangíveis do contrato de sociedade[9]. Daí a baliza que percorrerá este estudo: para a doutrina majoritária, nem mesmo a unanimidade dos acionistas poderia deliberar validamente pela supressão total de um direito essencial, questão que a alteração legislativa não resolveu e que será retomada, com a devida controvérsia, na Seção 4.

6 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2, p. 152

7 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2, p. 155.

8 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2, p. 154.

9 No mesmo sentido, COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

2.2. DESPROPORÇÃO ESTRUTURAL E DESPROPORÇÃO CIRCUNSTANCIAL

Para delimitar com precisão o que estava e o que permanece vedado, propõe-se distinguir duas modalidades de desproporção econômica entre acionistas. A primeira é a desproporção estrutural, derivada da criação de classes distintas de ações com direitos econômicos diferenciados, notadamente as ações preferenciais com dividendo fixo ou mínimo previstas no artigo 17 da Lei das S.A. A segunda é a desproporção circunstancial, que resultaria de deliberação assemblear que, sem alterar a estrutura de classes, repartisse os lucros de modo desigual entre titulares de ações idênticas dentro de uma mesma classe.

A desproporção estrutural é inerente ao modelo de capital da companhia e opera por meio de vantagem inscrita no estatuto. Como esclarece Eizirik (2021, v. 3, p. 628-629), prioridade na distribuição de dividendos significa a vantagem que tem o acionista titular da ação preferencial de, conforme definido no estatuto, receber sua parte dos lucros antes da atribuição de dividendos aos titulares de ações ordinárias[10]. A ação com dividendo fixo participa do lucro apenas até o montante estatutariamente predeterminado; a ação com dividendo mínimo recebe prioritariamente uma parcela e, após assegurado igual valor às ordinárias, participa em igualdade de condições do saldo remanescente[11].

A desproporção circunstancial, ao contrário, é exatamente aquela que a leitura consolidada do §1º do artigo 109 tinha por vedada. Dentro de uma mesma classe, o lucro destinado ao pagamento de dividendos é dividido em partes iguais por todas as ações existentes. E a diversidade de dividendos somente seria admissível quando

10 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 3, p. 628 - 629 (comentários ao art. 203).

11 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Dividendos mínimos cumulativos e participantes*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 111, jul.-set. 1998, p. 157-170.

expressamente prevista pelo estatuto, o que só se realiza pela criação de classes distintas[12]. Como registra Eizirik (2021, v. 2, p. 177), o âmbito de aplicação do princípio da igualdade entre os acionistas de uma mesma classe deve ser apreciado sob duas perspectivas: a igualdade formal de direitos incorporados à ação e a igualdade substancial, que impede o tratamento discriminatório[13]. É a essa modalidade circunstancial, e não à estrutural, que o debate sobre o §4º do artigo 294 se refere.

2.3. SILÊNCIO E VEDAÇÃO: O CONTRASTE COM A SOCIEDADE LIMITADA E A ESCOLHA LEGISLATIVA ORIGINAL

O contraste com a sociedade limitada ilumina a opção do legislador de 1976. O artigo 1.007 do Código Civil admite expressamente que o contrato social estabeleça participação nos lucros desproporcional à contribuição de cada sócio ao capital[14]. A Lei das S.A. não contém norma equivalente. Cumpre precisar, contudo, os planos em que operam as duas categorias: a vedação à desproporção circunstancial decorria de norma expressa, o §1º do artigo 109, ao passo que o silêncio diz respeito à ausência, na lei acionária, de norma autorizativa equivalente à do Código Civil. Silêncio e vedação são categorias distintas, e o que se pode afirmar com segurança é que a Lei das S.A. nunca autorizou a desproporção circunstancial entre ações da mesma classe, que doutrina e prática tratavam como impossível.

O artigo 202, por sua vez, foi concebido como norma imperativa de proteção ao acionista minoritário. A Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, é explícita ao registrar que "A proteção

12 TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. v. 1. São Paulo: José Bushatsky, 1979, (segundo os quais a diversidade de dividendos somente seria admissível quando expressamente prevista pelos estatutos).

13 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2, p. 177, sobre a distinção entre igualdade formal e substancial.

14 Código Civil, art. 1.007: "Salvo estipulação em contrário, o sócio participa dos lucros e das perdas, na proporção das respectivas quotas, mas aquele, cuja contribuição consiste em serviços, somente participa dos lucros na proporção da média do valor das quotas."

do direito dos acionistas minoritários de participar, através de dividendos, nos lucros da companhia, exige a definição de regime legal sobre formação de reservas, que limite a discricionariedade da maioria nas deliberações sobre a destinação dos lucros".[15] O dividendo obrigatório, adverte Eizirik, foi criado para beneficiar todos os acionistas da companhia, independentemente da espécie ou classe de ações de que sejam titulares[16]. Sua prioridade é protegida contra o esvaziamento por reservas facultativas: a destinação dos lucros para constituição de reservas estatutárias e a retenção de lucros não podem ser aprovadas, em cada exercício, em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório. Cumpre registrar que o regime de invalidade das deliberações assembleares contrárias às normas cogentes da Lei das S.A. é tratado pela doutrina como matéria de nulidade absoluta, arguível a qualquer tempo[17].

No planejamento patrimonial e sucessório, esse regime produzia uma limitação direta: a diferenciação econômica entre herdeiros com papéis distintos na empresa, por exemplo, dependia, exclusivamente, da engenharia de classes de ações preferenciais.

No âmbito do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais ("CARF"), a posição firmada antes do Marco Legal das Startups era clara: a distribuição desproporcional em S.A. configurava rendimento tributável a título de pró-labore (disfarçado), com fundamento na impossibilidade societária. Essa orientação foi reafirmada, no que toca ao período anterior a 2021, em decisão recente do Conselho[18], na qual,

15 *Exposição de Motivos n. 196, de 24* de junho de 1976, do Ministério da Fazenda (Seção "Reservas e Retenção de Lucros").

16 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 3, p. 614.

17 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das Deliberações de Assembleia das S.A*. São Paulo: Malheiros, 1999, p. 53-78 (sobre o regime de invalidades e a hierarquia entre lei e estatuto).

18 CARF, *Acórdão n. 2202-011.922 (Processo n. 11020.722057/2017-06)*, 2ª Seção/2ª Câmara/2ª Turma Ordinária, Rel. Cons. Henrique Perlatto Moura, j. 10.04.2026, unânime quanto ao resultado (negado provimento ao recurso voluntário). A ementa consigna: "SOCIEDADE ANÔNIMA. DISTRIBUIÇÃO DESPROPORCIONAL DE LUCROS. VEDAÇÃO. Somente em 2021 foi alterada a legislação para permitir que sociedades anônimas fechadas com receita bruta anual inferior a R$ 78M realizem a distribuição

contudo, o próprio Conselheiro Relator registrou que somente a partir da inserção do §4º ao artigo 294, passou a ser legalmente admitida a distribuição desproporcional nas sociedades anônimas fechadas enquadradas no dispositivo (cenário cuja repercussão tributária será analisada na Seção 5). Ao comentar o artigo 294 em sua redação anterior à reforma de 2021, Eizirik (2021, v. 4, p. 635) reconhecia que o regime especial ali previsto partia da constatação de que, nas companhias de pequeno porte, em geral familiares, os acionistas usualmente mantêm relações pessoais, nelas prevalecendo mais o caráter *intuitu personae* do que a feição institucional, própria das companhias abertas[19]. Esse reconhecimento antecipava a tensão que o Marco Legal das Startups viria a enfrentar com a introdução do §4º ao artigo 294, tensão cujos desdobramentos tributários serão retomados, em profundidade, na Seção 5.

3. O ARTIGO 294, §4º E O MARCO LEGAL DAS STARTUPS: INOVAÇÃO LEGISLATIVA, ALCANCE E LIMITAÇÕES

Fixado o paradigma anterior, cabe examinar agora a norma que o perturbou. O §4º do artigo 294 da Lei das S.A. é um dispositivo de redação ambígua e alcance ainda não pacificado. Esta seção analisa sua estrutura interna, o histórico de modificação e a exclusão das sociedades controladoras de grupo, limitação central para o planejamento patrimonial.

---

desproporcional de lucros, nos termos do § 4º inserido ao artigo 294, pela Lei Complementar nº 182." O voto condutor, ao apreciar caso envolvendo sociedade anônima que adotou cláusula estatutária de distribuição desproporcional entre acionistas de uma mesma classe, registrou que os idealizadores da estrutura "copiaram dispositivo contratual permitido a outras formas de organização empresarial (por exemplo, às sociedades simples e às de responsabilidade limitada), ignorando a espécie sob a qual foi organizada a empresa (sociedade anônima) e afrontaram manifestamente a vedação legal de dividir resultados de forma desproporcional nas companhias".

19 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 4, p. 635.

3.1. A EVOLUÇÃO DO CRITÉRIO DE ELEGIBILIDADE E A EXPANSÃO DO UNIVERSO ALCANÇADO

O artigo 294 foi concebido para instituir, em favor das companhias fechadas de pequeno porte, regime especial simplificado de convocação de assembleias e de divulgação das demonstrações financeiras, e teve seus critérios de elegibilidade alterados sucessivamente ao longo das décadas[20]. Na redação anterior ao Marco Legal das Startups, dada pela Lei nº 13.818/2019, exigia-se que a companhia fosse fechada, com menos de vinte acionistas e patrimônio líquido de até R$ 10 milhões. A Lei Complementar nº 182/2021 reformulou por inteiro o critério, substituindo o número de acionistas e o patrimônio líquido por um parâmetro único de receita bruta anual inferior a R$ 78 milhões.

O alcance do §4º deixou de se restringir às companhias fechadas de pequeno porte no sentido estrito do regime anterior e passou a abranger, muito além das startups (que nomearam o diploma), também as empresas familiares e de médio porte.

3.2. A ESTRUTURA INTERNA DO §4º: DOIS COMANDOS DISTINGUÍVEIS

O §4º introduzido ao artigo 294 tem a seguinte redação:

> "Art. 294. [...] §4º. Na hipótese de omissão do estatuto quanto à distribuição de dividendos, estes serão estabelecidos livremente pela assembleia geral, hipótese em que não se aplicará o disposto no art. 202 desta Lei, desde que não seja prejudicado o direito

20 Sobre o histórico das redações do art. 294, redação original (companhia fechada com menos de 20 acionistas, ações nominativas não conversíveis e patrimônio líquido inferior ao valor nominal de 20.000 ORTNs, teto que a Lei n. 9.457/1997 suprimiu sem substituir por valor fixo); MP n. 1.681-7/1998 (teto de R$ 1 milhão de patrimônio líquido), após reedições convertida na Lei n. 10.194/2001; Lei n. 10.303/2001; e Lei n. 13.818/2019 (menos de 20 acionistas e patrimônio líquido de até R$ 10 milhões), v. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 4, p. 634-636.

> dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade."[21]

O dispositivo comporta dois comandos distinguíveis. O primeiro é a liberdade atribuída à assembleia geral para estabelecer os dividendos; o segundo é a dispensa expressa do artigo 202. A pergunta central que estrutura este estudo é a de saber se a liberdade referida no primeiro comando é mais ampla do que a dispensa estabelecida no segundo. Em outros termos, "estabelecidos livremente" significaria apenas liberdade referente ao *quantum*, objeto do artigo 202, ou abrange também a liberdade quanto ao critério de distribuição, objeto do §1º do artigo 109?

O ponto incontroverso é que, nas companhias elegíveis, cujo estatuto seja omisso quanto à distribuição de dividendos, a assembleia geral deixa de estar vinculada ao percentual de cinquenta por cento do lucro líquido ajustado imposto pelo artigo 202. Esse resultado já encontrava base parcial no regime anterior, pois o artigo 202, §3º, inciso II, permitia às companhias fechadas deliberarem a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório ou a retenção de todo o lucro líquido, desde que não houvesse oposição de qualquer acionista presente à assembleia geral, exigência que a doutrina traduz como verdadeira unanimidade dos presentes[22]. O §4º do artigo 294 vai além ao dispensar a ausência de oposição, para as companhias elegíveis e de estatuto omisso. Já nesse ponto, independentemente da controvérsia sobre a proporcionalidade, o dispositivo representa flexibilização relevante.

21 *Lei n. 6.404/1976, art. 294, §4º*, incluído pelo art. 16 da Lei Complementar n. 182, de 1º de junho de 2021.

22 *Lei n. 6.404/1976*, art. 202, §3º, inc. II. e V. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 3, p. 617-619.

4. A DISCUSSÃO INTERPRETATIVA: ENTRE O AFASTAMENTO DO DIVIDENDO OBRIGATÓRIO E A AUTORIZAÇÃO PARA A DESPROPORÇÃO CIRCUNSTANCIAL

Fixada a base dogmática e analisada a estrutura interna do §4º do artigo 294, resta enfrentar a pergunta que organiza todo o presente estudo: a liberdade conferida à assembleia geral para estabelecer livremente os dividendos, na omissão do estatuto, alcança a forma da distribuição entre acionistas titulares de ações idênticas, ou se restringe ao *quantum* do dividendo obrigatório? A questão não comporta resposta singela, e seria intelectualmente desonesto tratá-la como se comportasse. Por isso, o exame que segue não a reduz a uma disputa entre correntes adversas, mas a decompõe em ângulos que se complementam, quais sejam, textual, sistemático, teleológico e o da autonomia privada, dos quais emerge, ao final, a posição que os autores reputam mais consistente, com o reconhecimento daquilo que permanece incerto.

4.1. O ÂNGULO TEXTUAL: O QUE "ESTABELECIDOS LIVREMENTE" DIZ E O QUE SILENCIA

A leitura ampliativa encontra seu ponto de apoio mais imediato na própria literalidade do dispositivo. O legislador empregou o advérbio "livremente", de carga semântica expansiva, e, ao ressalvar os direitos dos acionistas preferenciais ao dividendo fixo ou mínimo, omitiu qualquer menção aos acionistas ordinários. Para os defensores dessa interpretação, o argumento extrai-se do silêncio: se o legislador cuidou de proteger expressamente os preferenciais, mas nada disse sobre os ordinários, é porque pretendeu deixar a estes últimos ao alcance da deliberação livre da assembleia[23]. A expressão

23 Defendendo a leitura ampliativa a partir, sobretudo, do silêncio quanto aos ordinários e da ressalva expressa apenas aos preferenciais, v. FRASSON, Bruna; VIDIGAL, Pedro. *A distribuição desproporcional de dividendos em sociedades anônimas: uma possibilidade pós-Marco Legal das Startups?* Legislação & Mercados. Disponível em:

"estabelecidos livremente", somada à ressalva seletiva, comporia então uma autorização implícita à desproporção circunstancial.

O argumento tem força retórica, mas resiste mal ao exame. O silêncio sobre os ordinários admite leitura diametralmente oposta e, a nosso ver, mais plausível: o legislador nada disse sobre eles não por havê-los exposto à desproporção, mas porque a igualdade entre titulares de ações da mesma classe já se encontrava assegurada, de modo cogente, pelo §1º do artigo 109[24]. Não se menciona o que já está consolidado em norma intocada. A ressalva aos preferenciais, por sua vez, justifica-se por razão técnica precisa: o preferencialista titulariza direito a dividendo fixo ou mínimo, de natureza estatutária, que poderia ser comprometido pela liberação da assembleia quanto ao *quantum*. Daí a necessidade de ressalvá-lo. O ordinário, ao contrário, não tem dividendo fixo a preservar; o que ele tem é o direito à igualdade dentro da classe, e esse direito não foi tocado. O texto, portanto, não resolve a controvérsia: apenas a inaugura.

4.2. O ÂNGULO SISTEMÁTICO: A LIÇÃO DO ARTIGO 294-A, III

É no plano sistemático que parece residir o argumento mais decisivo e, simultaneamente, o menos explorado pela literatura disponível. O mesmo Marco Legal das Startups que introduziu o §4º do artigo 294 inseriu, na sequência imediata, o artigo 294-A, III, que

https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/a-distribuicao-desproporcional-de-dividendos-em-sociedades-anonimas-uma-possibilidade-pos-marco-legal-das-startups/. Acesso em: 5 jun. 2026. Dissertando no mesmo sentido permissivo, CUNHA, Pollyane; TERENZI, Thais. *É possível a distribuição desproporcional de dividendos entre acionistas de uma S/A?* Disponível em: https://www.leonardonaves.com.br/noticias/-possvel-a-distribuio-desproporcional-de-dividendos-entre-acionistas-de-uma-sa. Acesso em: 5 jun. 2026. Em sentido restritivo, ROCHA, Pedro Ernesto; FÉLIX, Isabelle. *Distribuição desproporcional de lucros em S.A. Fechada pós Marco Legal das Startups*. VLF Notícias, n. 3225, 2024. Disponível em: https://www.vlf.adv.br/noticia_aberta.php?id=3225. Acesso em: 6 jul. 2026.

24 Lei n. 6.404/1976, art. 109, caput e inciso I: *"Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais."* O §1º do mesmo artigo dispõe que *"as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares."*

autoriza a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") a dispensar ou modular a observância ao disposto "no inciso I do caput do art. 109, nos §§ 1º e 2º do art. 111 e no art. 202 desta Lei, quanto ao recebimento de dividendo obrigatório"[25]. O dispositivo é uma janela aberta para a mente do legislador, e o que se vê através dela tem consequência direta sobre a controvérsia.

Repare-se no que o artigo 294-A, III, cita e no que omite. Ele cita o *inciso I* do artigo 109 (o direito de participar dos lucros) e cita o artigo 202 (o dividendo obrigatório). Não cita, em momento algum, o §1º do artigo 109, sede normativa da proporcionalidade entre ações da mesma classe. A omissão não pode ser atribuída a descuido redacional, porque o próprio dispositivo demonstra que o legislador conhecia a topografia interna do artigo 109 e sabia distinguir seu caput, seus incisos e seus parágrafos: tanto que, no mesmo inciso III, referiu-se com precisão cirúrgica aos "§§ 1º e 2º do art. 111". Não é de se esperar que o legislador, por acaso, se esquecesse do parágrafo central do artigo que acabara de citar.

A consequência hermenêutica é contundente. O legislador do Marco Legal das Startups distinguiu, com clareza, dois planos que a leitura ampliativa pretende fundir: o plano do dividendo obrigatório, a que se refere o inciso I do artigo 109 e o artigo 202, e o plano da proporcionalidade, a que se refere o §1º do artigo 109. Quando quis autorizar a flexibilização do dividendo obrigatório, o legislador nomeou os dispositivos pertinentes. Quando se calou sobre a proporcionalidade, calou-se deliberadamente. Lida à luz do artigo 294-A, III, a "liberdade" do §4º do artigo 294 revela seu verdadeiro alcance: ela diz respeito ao *quantum* do dividendo. E não à sua repartição desigual entre iguais.

25 Lei n. 6.404/1976, art. 294-A, III, na redação dada pela Lei Complementar n. 182/2021, que faculta à Comissão de Valores Mobiliários dispensar ou modular a observância ao disposto *"no inciso I do caput do art. 109, nos §§ 1º e 2º do art. 111 e no art. 202 desta Lei, quanto ao recebimento de dividendo obrigatório"*. O cotejo é eloquente: o legislador remete ao inciso I do art. 109 (direito de participar dos lucros) mas não ao § 1º do mesmo artigo, sede da proporcionalidade.

4.3. O ÂNGULO TELEOLÓGICO: DESBUROCRATIZAÇÃO E SEUS LIMITES

Em favor da leitura ampliativa milita, ainda, o argumento finalístico. O Marco Legal das Startups nasceu sob o signo da desburocratização e da aproximação do regime das companhias fechadas de menor porte à maior plasticidade das sociedades limitadas, cuja distribuição desproporcional o artigo 1.007 do Código Civil admite sem cerimônia. Se o propósito da lei era reduzir o custo de organização sob a forma de sociedade anônima e aproximá-la, em certa medida, da limitada, far-se-ia coerente reconhecer à assembleia o poder de distribuir lucros de modo desigual, poupando os acionistas do ônus de recorrer à criação de classes distintas de ações para alcançar resultado econômico idêntico.

O argumento é atraente, mas não supera o obstáculo sistemático. A teleologia opera com legítimo vigor quando a letra da lei é obscura. Não opera, porém, contra a evidência de que o próprio legislador, no mesmo diploma, demonstrou saber separar os dois planos e optou por não tocar na proporcionalidade. A finalidade desburocratizante existe, mas dela não se extrai autorização para que o intérprete faça o que o legislador, podendo, não fez. A aproximação ao regime das limitadas é vetor de política legislativa *de lege ferenda*. Não autoriza, *de lege lata*, a supressão interpretativa de uma garantia que sobreviveu intacta à inovação.

4.4. O ÂNGULO DA AUTONOMIA PRIVADA: A DELIBERAÇÃO UNÂNIME E SEUS LIMITES

Um último ângulo merece desenvolvimento, porque tem aptidão para reposicionar a controvérsia. Argumenta-se que, deliberada a desproporção por unanimidade dos acionistas, desaparece o conflito que a regra da proporcionalidade se destina a evitar. Se todos os titulares de ações da mesma classe consentem em receber de modo

desigual, nenhum deles teria, em tese, legitimidade para impugnar posteriormente o arranjo a que voluntariamente aderiu. A esse argumento soma-se o vetor da Lei nº 13.874/2019 ("Lei da Liberdade Econômica"), que prestigia a autonomia privada e relega a intervenção estatal a campo subsidiário e excepcional. Sob essa ótica, exigir dos acionistas a construção de estruturas societárias complexas para alcançar resultado que poderiam obter por simples consenso unânime equivaleria a impor ônus desprovido de razão tutelar.

O ponto exige distinguir o que o §1º do artigo 109 efetivamente protege. Se a norma tutela a ação como instrumento institucional, sendo um atributo objetivo e indisponível do título, que não se sujeita à vontade individual de seu titular, então nem mesmo o consenso unânime a poderia derrogar, e a desproporção circunstancial permaneceria vedada ainda quando todos a desejassem. Se, ao contrário, a norma protege o acionista como titular de interesse disponível, a renúncia unânime e informada seria legítima. A doutrina majoritária inclina-se pela primeira leitura, sustentando a indisponibilidade e a irrenunciabilidade do direito de participar dos lucros. Trata-se, todavia, de questão que a nova legislação não resolveu e que a jurisprudência não teve oportunidade de enfrentar.

Ainda que se admita a relevância da unanimidade como fator de legitimação, dela não se extrai uma autorização geral à desproporção. O consenso unânime, quando muito, neutraliza o conflito intrassocietário. Não afasta os interesses de terceiros estranhos à deliberação, como credores, herdeiros necessários e o Fisco, cujos interesses não se subordinam à autonomia dos acionistas. A autonomia privada legitima o arranjo entre os consortes, mas não o imuniza perante quem dele não participou.

4.5. OS LIMITES INTRANSPONÍVEIS: O ABUSO DE PODER DE CONTROLE

Há um limite que independe inteiramente do desfecho do debate sobre o §4º, e convém fixá-lo com nitidez para que não se

confunda o que está em discussão com o que jamais esteve. Ainda que se acolhesse a leitura mais ampliativa, a desproporção imposta pela maioria a acionistas dissidentes estaria vedada por disposição expressa e autônoma da Lei das S.A. O artigo 117, §1º, alínea "a", qualifica como exercício abusivo do poder de controle a conduta que prejudique a participação dos acionistas minoritários nos lucros da companhia[26]. A toda evidência, uma distribuição desigual deliberada pela maioria em detrimento da minoria dissidente configuraria precisamente a hipótese vedada, sujeitando o controlador à responsabilização pelos danos causados.

A consequência prática é que o debate sobre o §4º, mesmo em sua versão mais permissiva, jamais alcançaria a desproporção coercitiva. O único terreno em que a controvérsia faz sentido prático é o da desproporção consensual, deliberada por unanimidade. Fora dela, a vedação é categórica e anterior à reforma. Delimitar esse contorno é essencial: ele revela que o espaço de aplicação do instituto, longe de inaugurar uma liberdade ilimitada, é estreito e cercado de salvaguardas.

4.6. A POSIÇÃO DOS AUTORES

Da convergência dos ângulos examinados extrai-se a posição que ora se sustenta. O §4º do artigo 294, na redação do Marco Legal das Startups, autoriza a assembleia geral, na omissão do estatuto, a fixar livremente o *quantum* do dividendo, dispensando o piso do artigo 202. Não autoriza, porém, com o grau de segurança que a prática reclama, a desproporção circunstancial entre titulares de ações idênticas. O argumento sistemático do artigo 294-A, III, é o que melhor sustenta essa conclusão: o legislador, demonstrando dominar a distinção entre dividendo obrigatório e proporcionalidade, optou por tocar apenas no

26 Lei n. 6.404/1976, art. 117, § 1º, alínea "a", que qualifica como exercício abusivo do poder de controle *"orientar a companhia para fim estranho ao objeto social (...) em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia"*. O art. 116, parágrafo único, e o art. 115 compõem o mesmo feixe de deveres fiduciários.

primeiro plano e preservar o segundo. A proporcionalidade do §1º do artigo 109 sobreviveu intacta, e não cabe ao intérprete revogá-la onde o legislador a manteve.

Seria, contudo, presunção exceder essa conclusão até a certeza. A matéria é nova, a redação do §4º é inegavelmente ambígua e não há, até o momento, pronunciamento jurisprudencial ou administrativo que a tenha enfrentado. O que se pode afirmar com segurança é que a leitura restritiva tem em seu favor o argumento sistemático mais robusto, que a leitura ampliativa, embora minoritária em fundamento, não é desarrazoada, e que, enquanto o tema não for pacificado definitivamente, qualquer estruturação patrimonial que dele dependa carrega risco que o operador do direito deve dimensionar. A intenção do presente artigo não é encerrar o tema em tom de certeza, já que a lei, por ora, não a oferece.

5. ASPECTOS TRIBUTÁRIOS: ENTRE A ISENÇÃO PARCIAL DOS DIVIDENDOS, CONFORME ALTERAÇÕES PROMOVIDAS PELA LEI Nº 15.270/2025) E A JURISPRUDÊNCIA NÃO ATUALIZADA DO CARF

A análise até aqui desenvolvida é de natureza societária. Ocorre que a resposta societária e a resposta tributária não caminham necessariamente juntas, e ignorar essa defasagem expõe o contribuinte a risco que ele não foi advertido de assumir. O Marco Legal das Startups alterou a lei societária. Não a tributária. E é nessa assimetria que reside o alerta central desta seção.

5.1. O PONTO DE PARTIDA: A POSIÇÃO CONSOLIDADA DO CARF

Antes do Marco Legal das Startups, consolidou-se no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais ("CARF") entendimento segundo o qual a distribuição desproporcional de lucros em sociedade anônima,

reputada societariamente inviável, não se beneficiava da isenção então plenamente aplicável aos dividendos, prevista no art. 10 da Lei nº 9.249/1995 – regime hoje parcialmente superado pela Lei nº 15.270/2025, que instituiu retenção na fonte de 10% sobre a parcela dos dividendos que ultrapasse R$ 50.000,00 mensais, paga por uma mesma pessoa jurídica a uma mesma pessoa física, subsistindo a isenção apenas até esse teto[27]. A parcela distribuída em excesso à participação acionária do beneficiário era tratada como rendimento tributável, sob o fundamento de que, sendo societariamente impossível a desproporção, aquilo que se distribuía a tal título não ostentava, na essência, natureza de lucro. O raciocínio do Fisco apoiava-se, portanto, em premissa societária (a impossibilidade da desproporção), para extrair a consequência tributária da incidência.

Esse é o ponto que o Marco Legal das Startups desestabiliza. Se a premissa societária sobre a qual o CARF erigiu seu entendimento foi, ao menos em parte, alterada pelo §4º do artigo 294, a consequência tributária que dela deriva perde, na mesma medida, seu alicerce. O ponto delicado é que o CARF, mesmo em julgado posterior ao Marco Legal das Startups, reafirmou a vedação à desproporção, mas o fez em caso de cláusula estatutária de distribuição desigual, sem enfrentar a hipótese específica do §4º, isto é, a distribuição deliberada no silêncio do estatuto. O entendimento consolidado permanece formalmente vigente, assentado em fundamento que a lei nova pôs em discussão e ainda não reexaminado sob a ótica do novo dispositivo.

27 A isenção referida é a do art. 10 da Lei nº 9.249/1995, segundo o qual os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não se sujeitavam ao imposto de renda na fonte, nem integravam a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário. Esse regime foi substancialmente matizado pela Lei nº 15.270/2025, que introduziu, no art. 6º-A da Lei nº 9.250/1995, retenção na fonte à alíquota de 10% sobre pagamentos, creditamentos, empregos ou entregas de lucros e dividendos, por uma mesma pessoa jurídica à mesma pessoa física residente no Brasil, superiores a R$ 50.000,00 em um mesmo mês. Consequentemente, quando ao longo deste artigo se aludir à "isenção" aplicável aos dividendos, deverá entender-se a isenção subsistente até o teto mensal de R$ 50.000,00 por par pagador-beneficiário; a partir dele, incide a retenção na fonte da Lei nº 15.270/2025. A repercussão específica desse regime sobre a distribuição desproporcional é examinada, adiante, nas Seções 5.2 e 6.2.

5.2. A LACUNA E O MECANISMO DE MITIGAÇÃO

O quadro que daí resulta é de incerteza genuína. De um lado, um precedente administrativo consolidado, mas assentado em premissa societária que foi abalada. De outro, o tratamento tributário dos dividendos, que, por seus próprios termos, não exige proporcionalidade. Entre os dois, uma lacuna: nenhum julgamento do CARF sobre distribuição amparada especificamente no §4º do artigo 294. Enquanto essa lacuna perdurar, qualquer afirmação categórica sobre o tratamento fiscal da desproporção, em qualquer direção, será mais voluntariosa do que técnica.

Para o contribuinte que pretenda estruturar distribuições desproporcionais com apoio em interpretação permissiva, recomenda-se, por prudência, o recurso à consulta tributária formal perante a Receita Federal[28]. O mecanismo apresenta vantagem e limitação que devem ser sopesadas. A vantagem é a segurança individualizada, já que a resposta vincula a administração em relação ao consulente e o protege, no caso concreto, enquanto vigorar a solução. Em paralelo, a limitação é dupla, em decorrência da demora na resposta e do risco de que ela seja desfavorável, hipótese em que o contribuinte terá antecipado, por sua própria iniciativa, uma posição fiscal que talvez preferisse não ter provocado. A consulta é instrumento de mitigação, não de eliminação do risco.

Antes mesmo de se chegar a esses filtros clássicos, cumpre observar que o próprio arquétipo da isenção plena dos dividendos foi objeto de superação parcial. A Lei nº 15.270/2025, ao introduzir o art. 6º-A na Lei nº 9.250/1995, submeteu à retenção na fonte, à alíquota de 10%, os pagamentos, creditamentos, empregos ou entregas de lucros e dividendos, por uma mesma pessoa jurídica à mesma pessoa física residente no Brasil, superiores a R$ 50.000,00 em um

28 A consulta tributária é disciplinada pelos arts. 46 a 58 do Decreto n. 70.235/1972 e pela Instrução Normativa RFB n. 2.058/2021. A resposta vincula a administração tributária em relação ao consulente e produz efeitos a partir de sua ciência, conferindo segurança individualizada que a ausência de precedente do CARF, por ora, não oferece.

mesmo mês. O regime atinge o dividendo independentemente de sua proporcionalidade e opera antes do exame de qualquer possível requalificação. Assim, quando neste artigo se afirmar a "isenção" aplicável aos dividendos, deverá entender-se, doravante, a isenção subsistente até o teto mensal indicado. Acima dele, incide a nova retenção. Para a distribuição desproporcional, a consequência prática é dupla: a economia tributária eventualmente pretendida com a modulação de fluxos em favor de determinados acionistas, típica das estruturas orientadas ao aumento da renda percebida por um ou por poucos beneficiários, passa a esbarrar, com maior frequência e independentemente do desfecho societário, no filtro objetivo da retenção.[29]

Sobrepõe-se a tudo isso a exigência de que a distribuição, para ser fiscalmente respeitável, resista ao crivo da substância. É preciso que o lucro distribuído esteja lastreado em escrituração contábil regular, que comprove a sua existência e o efetivo pagamento, que não haja simulação a encobrir, sob a roupagem de dividendo, verba de natureza diversa e, por fim, que exista motivação negocial idônea apta a afastar a requalificação da parcela desproporcional como remuneração por trabalho (pró-labore, sujeito à incidência previdenciária e ao imposto de renda) ou como liberalidade tributável. A ausência de qualquer desses requisitos atrai o risco de conversão da economia tributária pretendida (já estruturalmente comprimida pela retenção da Lei nº 15.270/2025 no que exceder o teto mensal) em autuação, com todas as consequências atreladas.

O ponto de vista tributário da distribuição desproporcional de lucros em sociedades anônimas fechadas confirma e reforça a advertência que percorre todo o presente artigo: a possibilidade societária, ainda incerta, não se converte automaticamente em segurança fiscal. O que o direito societário talvez venha a admitir, o

29 Sobre os requisitos de validade da distribuição no plano fiscal, lastro em escrituração contábil regular, ausência de simulação e existência de motivação negocial idônea que afaste a requalificação como pró-labore ou como liberalidade tributável, CUNHA, Pollyane; TERENZI, Thais, op. cit. v. nota de rodapé n. 27, retro, sobre o regime da Lei nº 15.270/2025.

direito tributário ainda não confirmou. Entre o que é possível e o que é seguro há uma distância que somente o tempo, a jurisprudência e a prudência do contribuinte e dos operadores do direito poderão encurtar.

6. REFLEXOS NO PLANEJAMENTO PATRIMONIAL E SUCESSÓRIO: POSSIBILIDADES REAIS E LIMITAÇÕES CENTRAIS

O diagnóstico acerca dos impactos práticos decorrentes da introdução do §4º ao artigo 294 da Lei nº 6.404/1976 exige afastar o otimismo acrítico e isolar o que constitui inovação real daquilo que se resolve por mecanismos societários tradicionais. O objetivo desta seção é descortinar o espectro prático da norma sob a ótica do planejamento patrimonial e sucessório, fixando balizas nítidas entre o que passou a ser juridicamente autorizado e o que permanece operacionalmente seguro.

6.1. O ÓBICE DO §3º DO ARTIGO 294: A EXCLUSÃO DAS *HOLDINGS* FAMILIARES DE CONTROLE E A VIA ESTRUTURAL CLÁSSICA

A primeira e mais severa restrição à aplicação do §4º no planejamento patrimonial e sucessório repousa no comando normativo do §3º do mesmo artigo 294. O legislador expressamente excluiu do regime simplificado as companhias que atuem como sociedades controladoras de grupo de sociedades, bem como aquelas que a elas sejam filiadas. Essa delimitação produz um impacto imediato na arquitetura das estruturas familiares de planejamento: a "holding familiar de controle" pura, cuja atividade precípua é a detenção de participações majoritárias e o controle político de empresas operacionais, tende a ficar, na leitura mais conservadora do dispositivo, fora do campo de aplicação da distribuição

desproporcional circunstancial via deliberação assemblear baseada no silêncio estatutário.

Convém, contudo, sublinhar que a delimitação exata do alcance do §3º não é pacífica. A referência a "grupo de sociedades" encontra sede técnica nos artigos 265 e seguintes da Lei das S.A., que disciplinam o grupo de direito, constituído por convenção formal entre sociedade controladora e sociedades filiadas, arquivada no registro do comércio. A *holding* familiar típica, todavia, apresenta-se, quase sempre, como grupo de fato, no qual o vínculo de controle deriva simplesmente da titularidade da maioria do capital votante, sem convenção formal de grupo. É juridicamente sustentável, portanto, a leitura de que o §3º alcança apenas os grupos de direito e não abarca a *holding* familiar de mero controle de fato. Essa perspectiva ampliaria consideravelmente o espaço prático do §4º. Trata-se de leitura ainda não testada em sede administrativa ou judicial e, por isso mesmo, deve ser adotada com a devida cautela. A atitude prudente, para o operador que dela pretenda se valer, permanece a de estruturar a operação sob premissas que resistam ao cenário mais restritivo.

Diante da impossibilidade imposta pelo §3º, as alternativas disponíveis para a estruturação de distribuição de lucros de forma desproporcional em tais *holdings* parecem permanecer adstritas à via estrutural clássica. Esta modalidade, plenamente consolidada e imune às controvérsias interpretativas do Marco Legal das Startups, operacionaliza-se mediante a criação de diferentes classes de ações ordinárias ou preferenciais dotadas de direitos políticos e econômicos customizados diretamente no estatuto social, observadas as balizas do artigo 17 da Lei das S.A. Desse modo, o debate hermenêutico inaugurado pelo §4º restringe-se a uma fatia específica de companhias, não afetando a legitimidade da desproporção estrutural historicamente empregada na engenharia societária de grandes patrimônios.

6.2. USOS CONCRETOS DO §4º NAS ESTRUTURAS ELEGÍVEIS: MODULAÇÃO DA RENDA, SUCESSÃO E INSTRUMENTOS "SATÉLITES"

Cabe, na sequência, examinar os usos concretos que o §4º pode assumir na prática do planejamento patrimonial e sucessório. Adverte-se, contudo, que o mapeamento que segue é conduzido, por método, sob a hipótese de leitura ampliativa do dispositivo. Tal interpretação, como se sustentou na Seção 4.6, não é a que os autores reputam mais consistente, mas sua pertinência prática decorre da ambiguidade legislativa e da inexistência, por ora, de posicionamento jurisprudencial ou administrativo pacificador.

Para as sociedades anônimas operacionais de médio porte ou *holdings* puramente imobiliárias (patrimoniais) que observem cumulativamente o teto de receita bruta anual de R$ 78.000.000,00 e a ausência de nexo de controle grupal, o §4º pode descortinar um instrumental relevante para a condução de transições geracionais. O primeiro uso prático repousa na modulação da renda em favor do fundador ou patriarca. Por meio da desproporção circunstancial deliberada em assembleia geral, torna-se viável assegurar aos sucessores um fluxo financeiro majorado a título de dividendos durante o período de transição, sem que haja a necessidade de manutenção *ad aeternum* da totalidade das ações ordinárias votantes, viabilizando uma transferência paulatina da gestão política da companhia.

Advirta-se, contudo, que a majoração do fluxo em favor de um ou de poucos beneficiários é precisamente a hipótese em que o teto mensal de R$ 50.000,00, por par pagador-beneficiário, instituído pela Lei nº 15.270/2025, tende a ser ultrapassado com maior frequência. A parcela excedente estará sujeita à retenção na fonte de 10%, o que impõe ao planejador o dimensionamento cuidadoso das distribuições e, quando conveniente, seu escalonamento temporal ou a coexistência com outras formas de transferência de valor economicamente mais eficientes.

A flexibilidade assemblear também permite conferir tratamento econômico distinto a herdeiros que possuam graus diferenciados de engajamento na condução dos negócios sociais. Mitiga-se, com isso, o clássico impasse familiar entre os herdeiros gestores, que demandam reinvestimento ou remuneração proporcional ao esforço laboral, e os herdeiros passivos, focados na liquidez imediata de seus haveres. Tais arranjos ganham contornos de segurança e eficácia superior quando vinculados a instrumentos "satélites" clássicos, como a doação de ações gravadas com reserva de usufruto e demais cláusulas restritivas, bem como a inserção de cláusulas sucessórias e de bloqueio de circulação em acordos de acionistas rigorosamente formalizados[30].

6.3. A SOCIEDADE ANÔNIMA FECHADA ALÉM DA DESPROPORÇÃO CIRCUNSTANCIAL: A RIGIDEZ INSTITUCIONAL E A LIÇÃO DE MODESTO CARVALHOSA

Não obstante o relevo prático do §4º, assume-se como premissa que a sociedade anônima fechada se consolida como o veículo de excelência para o planejamento patrimonial por atributos endógenos que transcendem a possibilidade de distribuição de lucros desproporcionais de maneira circunstancial. A superioridade do modelo corporativo reside na robustez de sua governança estatutária, na estabilidade conferida pelo controle de circulação de participações e na sofisticação inerente à separação entre poder político e direito patrimonial através de classes acionárias.

Nesse sentido, a importação direta de lógicas contratuais típicas das sociedades limitadas para o ambiente das companhias esbarra

30 A solidez do planejamento sucessório corporativo repousa na correta articulação entre o estatuto social e os instrumentos contratuais parassociais. O uso de *golden shares* para controle de vetos estratégicos, cláusulas de *lock-up* e o estabelecimento detalhado do direito de preferência em acordos de acionistas mitigam litígios familiares. Esse cenário ganha relevância diante da reforma tributária em andamento, que promete alterar substancialmente as alíquotas progressivas do ITCMD e os critérios de partilha de competências impositivas, alterando os incentivos econômicos para a manutenção de estruturas patrimoniais sob a forma de *holdings*.

na própria natureza jurídica dos direitos em jogo[31]. Como elucida a doutrina clássica de Modesto Carvalhosa (2011, p. 386-389), o direito do acionista de participar dos lucros sociais ostenta a condição de prerrogativa individual, permanente, certa e irrenunciável, possuindo um caráter nitidamente obrigacional em face da companhia. Carvalhosa assevera que:

> "O direito do acionista de participar dos lucros sociais insere-se expressamente dentre aqueles de caráter individual, cabível a todos os acionistas, respeitados os diferentes regimes de distribuição de dividendos previstos no estatuto para cada espécie ou classe de ações (arts. 17, 197 e 202) [...] A prerrogativa é imutável, indisponível, intangível e irrenunciável. O seu exercício, todavia, depende de um fato jurídico que pode não ocorrer em determinadas épocas, qual seja, a apuração regular e, portanto, real de um lucro societário (art. 201)."[32]

Depreende-se da lição clássica que o direito aos lucros antecede e não se confunde com o mero direito de crédito derivado da declaração de dividendos pela assembleia geral. Sob essa perspectiva dogmática rígida, o §4º do artigo 294, se admitido como autorizador da desproporção, atua tão somente como um elemento de modulação adicional do exercício de um direito permanente. Ele representa um diferencial acessório e circunstancial, jamais o fundamento único ou o pilar de sustentação da superioridade da sociedade anônima enquanto veículo de governança e proteção familiar.

31 LEÃO, Emrich. *A distribuição desproporcional de lucros ou dividendos nas sociedades limitadas*. Blog Emrich Leão, 2024. Disponível em: https://www.emrichleao.adv.br/blog/6-artigos/31-a-distribuicao-desproporcional-de-lucros-ou-dividendos-nas-sociedades-limitadas. Acesso em: 6 jul. 2026.

32 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas volume 2: artigos 75 a 137*. 5. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 386-389.

6.4. LIMITES INTRANSPONÍVEIS: LEGÍTIMA, ITCMD E A NECESSIDADE DE MOTIVAÇÃO NEGOCIAL

Ainda que prevaleça a interpretação autorizativa da flexibilização deliberativa a partir do Marco Legal das Startups, ela não configura, de qualquer modo, salvo-conduto para o arbítrio da maioria ou para o esvaziamento de garantias de terceiros. O primeiro limite intransponível assenta-se no direito civil: a distribuição desproporcional que resulte no esvaziamento patrimonial planejado e sistemático dos haveres de um herdeiro em benefício de outro incorre em inequívoca violação à legítima dos herdeiros necessários, ensejando a nulidade dos atos por doação inoficiosa dissimulada. Da mesma forma, a supressão de dividendos devidos a acionistas minoritários sem justificativa econômica plausível esbarra na vedação ao abuso do poder de controle, tipificado no artigo 117, §1º, alínea "a", da Lei das S.A.

Sob a ótica estritamente fiscal, a distribuição assimétrica desprovida de motivação negocial clara expõe a estrutura a severos riscos de requalificação pelas autoridades fazendárias[33]. O Fisco estadual, amparado por indícios de desproporcionalidade injustificada entre titulares de ações idênticas, tende a reenquadrar a operação como doação indireta *inter vivos*, exigindo o pagamento do Imposto sobre Transmissão Causa Mortis e Doação (ITCMD) acompanhado de pesadas multas moratórias e punitivas.

6.5. CONDIÇÕES DE OPERACIONALIZAÇÃO SEGURA DA DISTRIBUIÇÃO DESPROPORCIONAL

A redação do §4º do artigo 294 estabelece, com clareza, a liberalização do *quantum* do dividendo obrigatório para as companhias fechadas de menor porte, rompendo, nesse plano, com a histórica rigidez do regime da Lei das S.A. O passo adicional, ou seja, o de

33 ROCHA, Pedro Ernesto; FÉLIX, Isabelle, op. cit. (v. nota 23).

reconhecer, no mesmo dispositivo, autorização para a desproporção circunstancial entre acionistas da mesma classe, é, como se sustentou na Seção 4.6, o de menor segurança jurídica, à luz da preservação intacta do §1º do artigo 109 e do argumento sistemático extraído do artigo 294-A, III.

Para o operador que, cientificado deste risco, opte por estruturar operações com apoio na leitura ampliativa, ou para aquele que atue em contexto em que a controvérsia venha a ser dirimida em favor dessa leitura, cabe, aqui, converter a análise em orientação prática. Vale a advertência da doutrina dedicada a mapear a tensão entre a validade da norma e os novos riscos atraídos pelo instituto: essa eventual liberdade jamais teria caráter absoluto[34].

Na prática profissional, a real possibilidade de implementação dessa ferramenta no planejamento patrimonial subordina-se à observância de quatro premissas fundamentais: (i) o enquadramento estrito da companhia nos limites de receita e a não configuração como holding controladora (fuga da vedação do §3º); (ii) a existência de silêncio estatutário que atraia a competência subsidiária da assembleia; (iii) a deliberação em assembleia preferencialmente unânime ou, no mínimo, insuscetível de configurar abuso contra a minoria dissidente; e (iv) a materialização de uma justificativa negocial legítima que afaste presunções de elisão fiscal ou fraude sucessória. Atendidos esses requisitos, a desproporção circunstancial deixa de ser um risco desmedido e passa a operar como instrumento válido e controlável de estruturação patrimonial.

7. CONCLUSÃO

O percurso desenvolvido ao longo deste estudo permite alinhavar, ao seu final, uma reflexão que transcende o exame isolado do §4º do artigo 294 da Lei das S.A. e se conecta ao marco dos 50 anos da Lei das S.A. O cinquentenário da lei revela, com particular nitidez,

34 DISTRIBUIÇÃO desproporcional de lucros: validade e os novos riscos, op. cit.

uma característica que a fez sobreviver a tantos ciclos econômicos, políticos e regulatórios: sua arquitetura interna é suficientemente coerente para absorver reformas pontuais, mas não é indiferente a elas. Cada intervenção legislativa dialoga com um sistema previamente estabilizado, e o intérprete que ignora esse diálogo, seja para superestimar o alcance da norma nova, seja para negar-lhe qualquer efeito útil, empobrece o resultado hermenêutico.

O §4º do artigo 294, sob essa ótica, é um caso paradigmático. Concebido como instrumento de desburocratização em favor das companhias fechadas de menor porte, ele foi inserido em uma matriz normativa cuja premissa fundante, a igualdade entre ações de mesma classe, parece ter permanecido formalmente intocada. Sustentou-se, na Seção 4, que a leitura restritiva é a que melhor honra essa constatação, especialmente à luz do argumento sistemático extraído do artigo 294-A, III, aspecto ainda pouco explorado pela literatura disponível e que parece constituir a contribuição mais consistente que se pode oferecer à controvérsia neste momento. Reconhece-se, todavia, que a redação ambígua do dispositivo, associada à ausência de pronunciamento judicial ou administrativo sobre a hipótese específica de deliberação assemblear amparada no silêncio estatutário, mantém aberto o espaço para leituras divergentes e igualmente respeitáveis.

Do exame conjunto emerge, ainda, um segundo desnível que merece registro final. A eventual autorização societária à desproporção circunstancial, se algum dia vier a ser reconhecida, não produzirá, por si só, segurança fiscal. A defasagem entre o marco societário reformado em 2021 e a jurisprudência administrativa consolidada em premissa hoje parcialmente superada configura uma zona de incerteza que a superveniência da Lei nº 15.270/2025, ao instituir retenção na fonte sobre dividendos que ultrapassem o teto mensal, apenas tornou mais intrincada. O operador do direito que atua nesse território precisa dimensionar não uma, mas duas camadas de risco, cuja interação nem sempre é linear e cujo desfecho depende de atores institucionais distintos.

Justamente por isso, a pacificação definitiva da controvérsia não repousa no debate doutrinário, por mais qualificado que seja. Ela demanda a atuação concertada de, especialmente, duas instâncias. Ao CARF, cabe reexaminar, sob a ótica do novo dispositivo, a premissa societária que sustentava o entendimento restritivo, evitando que a resposta tributária permaneça ancorada em fundamento que a lei nova pôs em discussão. Quanto ao legislador, seria salutar considerar, em revisão futura, aperfeiçoamento redacional que dissipe a ambiguidade e explicite se pretendeu, ou não, tocar na proporcionalidade, sob pena de o próprio propósito desburocratizante da reforma restar frustrado pela insegurança que dele decorreu.

Enquanto essas frentes não convergem, o planejamento patrimonial e sucessório amparado em sociedades anônimas fechadas continuará a encontrar, na via estrutural clássica das classes de ações preferenciais, o instrumento de maior densidade jurídica e menor exposição a riscos. O §4º do artigo 294 acrescenta, quando muito, uma alternativa cuja utilização exige o atendimento cumulativo das cautelas indicadas na Seção 6.5 e a consciência de que se opera em zona de incerteza controlada, não de liberdade plena. O instituto tem espaço, e esse espaço é útil, desde que o operador do direito o percorra sabendo de seus riscos, das imprecisões ainda não enfrentadas concretamente e das possibilidades de utilização responsável.

A Lei das S.A., ao completar cinco décadas, demonstra mais uma vez que sua vitalidade não decorre da imutabilidade de seu texto, mas da capacidade que sua estrutura conserva para acomodar reformas, mantendo sua coerência. O §4º do artigo 294 é um teste dessa capacidade, e o desfecho desse teste dependerá menos do que a norma diz do que do modo como intérpretes, reguladores e tribunais souberem, nos próximos anos, preservar o equilíbrio entre a legítima aspiração à desburocratização e as garantias estruturais que, há tantos anos, conferem previsibilidade ao direito acionário brasileiro.

INVALIDADE DE DELIBERAÇÕES ASSEMBLEARES EM SOCIEDADES ANÔNIMAS FECHADAS

Bruna Pereira Frasson[35]
Ana Laura Coury[36]
Moisés Cabral dos Santos Falcão[37]

1. INTRODUÇÃO

A assembleia geral é o foro por excelência da formação da vontade social na sociedade anônima. É nela que se concentram as decisões mais relevantes da vida societária, da aprovação de contas à reforma do estatuto, e é por meio dela que o princípio majoritário ganha concretude. Isso porque, ressalvadas as hipóteses legais de invalidação das deliberações assembleares, objeto do presente artigo, e do exercício do direito de retirada, a deliberação regularmente tomada em assembleia vincula a todos os acionistas, inclusive ausentes e dissidentes. Justamente por essa razão, a deliberação assemblear precisa observar parâmetros de validade cuja inobservância pode comprometer a estabilidade das relações societárias e expor a companhia a litígios de elevado impacto.

O presente estudo examina o regime de invalidade das deliberações assembleares à luz da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 ("Lei das S.A."), com especial atenção às sociedades anônimas fechadas. O recorte se justifica pelo fato de que é nas companhias

35 Diretora do GEDEMP. Advogada de Direito Societário e M&A no Freitas Ferraz Advogados. Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, com intercâmbio acadêmico na Universitá di Roma - Sapienza. Pós-graduanda em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas – FGV/SP.

36 Coordenadora do GEDEMP. Atua na área de Direito Societário e M&A do Azevedo Sette Advogados. Bacharelanda em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG.

37 Coordenador do GEDEMP. Atua na área de Direito Societário e M&A no Mello Torres Advogados. Bacharelando em Direito pela Universidade Unigranrio Afya.

fechadas, marcadas pela concentração acionária e pela maior proximidade entre controle e gestão, que os conflitos entre maioria e minoria assumem feição mais aguda e que a discussão sobre vícios de deliberação se mostra mais frequente na prática transacional e contenciosa. Excluem-se, assim, do presente estudo, as especificidades das companhias abertas, sujeitas à disciplina regulatória da Comissão de Valores Mobiliários, que demandariam tratamento próprio.

A análise percorre, sucessivamente, o regime jurídico das deliberações e seus limites (Seção 2); a tipologia dos vícios (Seção 3); os fundamentos e o regime da invalidação (Seção 4); a estrutura processual da ação de anulação (Seção 5); os efeitos da anulação (Seção 6); e o controle judicial das deliberações (Seção 7), encerrando com uma síntese crítica e a indicação de diretrizes práticas (Seção 8).

2. REGIME JURÍDICO DAS DELIBERAÇÕES ASSEMBLEARES EM SOCIEDADES ANÔNIMAS

2.1. FUNÇÃO DAS ASSEMBLEIAS E PRINCÍPIO MAJORITÁRIO

A assembleia geral ocupa posição central na estrutura de governança das sociedades por ações, constituindo o órgão máximo de manifestação da vontade social, como dita Nelson Eizerik[38]. Por meio dela, os acionistas se reúnem para exercer seu direito de voto, regulado nos artigos 110 a 115 da Lei das S.A., e, a partir desse exercício, deliberar sobre matérias de interesse da companhia, exercendo os direitos políticos inerentes à sua condição de sócios e contribuindo para a formação das decisões que orientam os rumos da atividade empresarial.

Nos termos do artigo 121 da Lei das S.A., a assembleia geral, desde que regularmente convocada e instalada, possui competência para decidir todos os negócios relativos ao objeto social da companhia, observados os limites estabelecidos pela legislação e pelo estatuto

38 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 80 a 137*. 3ª ed. rev. e ampl., v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 343.

social. Nesse contexto, os acionistas, ainda que eventualmente desprovidos do direito de voto, têm direito de integrar a assembleia e participar da dinâmica deliberativa da sociedade, conforme elucidado pelo parágrafo único do artigo 125 da Lei das S.A.

A legislação societária, especificamente no artigo 131 da Lei das S.A., prevê duas espécies de assembleia geral: a ordinária e a extraordinária. A Assembleia Geral Ordinária deve ser realizada anualmente e possui competências específicas, como a apreciação das contas dos administradores, a aprovação das demonstrações financeiras, a deliberação sobre a destinação dos resultados do exercício e a eleição de administradores e membros do conselho fiscal, quando cabível. Já a Assembleia Geral Extraordinária destina-se à deliberação de matérias que extrapolam a competência da assembleia ordinária, incluindo alterações estatutárias, operações de aumento de capital e outras questões relevantes submetidas à apreciação dos acionistas.

Uma vez delimitadas as competências da assembleia geral e seu papel na formação da vontade social, torna-se relevante examinar a forma pela qual as deliberações assembleares são tomadas. Nesse sentido, a Lei das S.A. adota como regra o princípio majoritário, estabelecendo, em seu artigo 129, que "*as deliberações da Assembleia Geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco*".

Tal princípio constitui a base do funcionamento dos órgãos colegiados de deliberação da companhia, determinando que as decisões sociais sejam formadas a partir da manifestação da maioria dos votos validamente proferidos. Em razão da natureza coletiva da deliberação assemblear, a decisão aprovada vincula todos os acionistas, inclusive aqueles que estiveram ausentes da reunião ou que tenham votado em sentido contrário[39]. Isso ocorre porque a deliberação não se confunde com a vontade individual dos participantes, mas representa

39 Sobre a vinculação de todos os acionistas à deliberação majoritária e a natureza do ato colegial, cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 587.

a manifestação do órgão social como um conjunto organizado de pessoas[40].

2.2. LIMITES À AUTONOMIA DA VONTADE: LEGALIDADE, INTERESSE SOCIAL E PROTEÇÃO DOS MINORITÁRIOS

Embora a Lei das S.A. adote o princípio majoritário como regra para a formação das deliberações assembleares, o poder decisório dos acionistas não é absoluto. A autonomia da vontade coletiva encontra limites impostos pelo ordenamento jurídico, de modo que as deliberações da assembleia devem observar não apenas as disposições legais, os acordos de acionistas e as disposições estatutárias aplicáveis, mas também os princípios estruturantes do direito societário[41].

O primeiro desses limites decorre do princípio da legalidade. Ainda que as deliberações assembleares representem a manifestação de vontade dos acionistas (ou seja, sejam frutos de ato coletivo), essas não podem contrariar normas cogentes da Lei das S.A., tampouco afastar os direitos essenciais assegurados aos acionistas[42].

Além da conformidade com a lei, o interesse social constitui importante limite ao exercício do poder deliberativo. Embora a assembleia geral possa deliberar sobre todos os negócios relativos ao objeto da companhia, como mencionado anteriormente, tais decisões devem estar alinhadas a seus fins sociais. Nesse contexto, o objeto social funciona como parâmetro para aferir a legitimidade das deliberações, orientando a atuação dos acionistas em favor dos interesses da companhia. Por essa razão, o direito de voto não pode

40 *Ibidem*, p. 589.

41 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 2º volume: arts. 75 a 137*. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 434-435.

42 BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Artigo 109: "*Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.*"

ser exercido para a obtenção de vantagens particulares incompatíveis com o interesse social[43], hipótese em que ganham relevância as regras da Lei das S.A. relativas ao conflito de interesses e ao abuso do direito de voto, por exemplo, temas extensos e complexos, que, pelo recorte temático e metodológico proposto, serão apenas brevemente pincelados no presente artigo.

A proteção dos acionistas minoritários também atua como importante fator de contenção do poder da maioria. Embora o princípio majoritário seja indispensável ao funcionamento da sociedade anônima, sua aplicação não pode resultar na opressão sistemática dos minoritários ou na expropriação indevida de seus direitos econômicos e políticos, ou seja, "*o exercício do poder de controle não pode implicar benefício unilateral e exclusivo ao acionista controlador, mas deve levar em consideração os interesses da companhia e da coletividade de seus acionistas*"[44]. A legislação societária estabelece diversos mecanismos destinados a promover o equilíbrio entre os grupos societários, incluindo o direito de fiscalização, quóruns qualificados para determinadas matérias e instrumentos de responsabilização do acionista controlador.

43 Objeto social e interesse social não se confundem, ainda que frequentemente tratados de forma indistinta. O objeto social é dado de natureza formal e estatutária: nos termos do artigo 2º da Lei das S.A., corresponde à atividade econômica que a companhia se propõe a exercer, fixada no estatuto social e oponível a terceiros, delimitando *o que* a sociedade está autorizada a fazer. O fim social, por sua vez, corresponde ao propósito lucrativo comum que reúne os acionistas em torno da sociedade, isto é, a obtenção e a partilha de resultados econômicos decorrentes do exercício da atividade social. O interesse social, por sua vez, corresponde ao interesse dos acionistas enquanto coletividade, e não à soma dos interesses individuais de cada um isoladamente considerado: trata-se do interesse comum que converge para o benefício da própria companhia, ainda que, eventualmente, dele resulte a frustração de pretensões particulares de determinado acionista. Uma deliberação pode, assim, estar inteiramente compreendida no objeto social e, ainda assim, ser ilegítima por dissociar-se do interesse social.
Sobre o interesse social como limite ao exercício do direito de voto e o objeto social como parâmetro de legitimidade das deliberações, cf. CARVALHOSA, Modesto, *op. cit.*, p. 510 e pp. 560-561, em seus comentários ao artigo 115 da Lei das S.A.

44 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico.* São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 525.

Dessa forma, a validade das deliberações assembleares depende não apenas da observância da regra da maioria, mas também do respeito aos limites decorrentes da legalidade, do interesse social e da tutela dos acionistas minoritários. A violação desses parâmetros poderá caracterizar vício apto a comprometer a validade da deliberação, como se abordará a seguir.

3. VÍCIOS DAS DELIBERAÇÕES ASSEMBLEARES

3.1. VÍCIOS FORMAIS, MATERIAIS E DE VONTADE

Conforme lecionam Guilherme Setoguti[45] e Erasmo Valladão[46], os vícios que afetam as deliberações assembleares e ensejam a anulação, previstos no artigo 286 da Lei das S.A., podem decorrer tanto de *(i)* irregularidades formais relacionadas ao procedimento assemblear; quanto de *(ii)* vícios materiais das deliberações, consistentes na violação da lei ou do estatuto social; bem como de *(iii)* defeitos que recaem sobre o próprio voto, quando viciados em razão de erro, dolo, fraude ou simulação.

Os vícios materiais distinguem-se dos vícios formais por incidirem sobre o conteúdo da deliberação, configurando-se quando a decisão assemblear contraria disposições legais, estatutárias ou obrigações validamente assumidas em acordo de acionistas. Em regra, tais vícios afetam apenas a deliberação específica em que se verificam, razão pela qual é possível que, em uma mesma assembleia regularmente instalada e conduzida, coexistam deliberações válidas e inválidas[47]. Nessa hipótese, a invalidação de determinada deliberação não compromete, por si só, as demais decisões regularmente aprovadas.

45 SETOGUTI, Guilherme Pereira Julio. *Impugnação de deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 57-58.

46 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleias das S/A: e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais.* 2ª ed. rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 97.

47 Nesse sentido, ASCARELLI, Tullio. *Vícios nas deliberações assembleares. In*: *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1969, pp. 369-389. Sobre os limites de propagação do vício às deliberações dependentes, cf. XAVIER,

Não se descarta, contudo, a possibilidade de que a invalidade produza reflexos sobre deliberações conexas ou atos societários subsequentes que dela dependam, conforme será abordado no item 6.3 do presente artigo.

Isso posto, examinem-se os vícios formais, caracterizados pela inobservância das normas que disciplinam a convocação, a instalação e a condução da assembleia geral.

Nos termos do artigo 123 da Lei das S.A., a competência para convocar a assembleia geral é atribuída, em regra, aos administradores da companhia, cabendo, a princípio, ao conselho de administração, quando existente, ou à diretoria, observadas as disposições do estatuto social. Assim, a validade da convocação pressupõe o respeito às regras estatutárias que eventualmente definam o órgão ou os administradores responsáveis por sua realização.

Nas companhias que não possuem conselho de administração, conforme previsto no artigo 123 da Lei das S.A., a competência para convocação recairá sobre a diretoria. Nesses casos, o estatuto pode indicar especificamente qual diretor, ou quais diretores, estarão autorizados a praticar o ato convocatório. Assim, quando o estatuto atribui a competência convocatória a determinados administradores, a validade da convocação fica condicionada à observância dessa regra, de modo que a assembleia somente será regularmente convocada se o ato for praticado por quem detenha a atribuição estatutária para tanto. Contudo, na ausência de previsão no estatuto social, admite-se que qualquer diretor promova a convocação, tendo em vista que a representação da companhia e a prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular competem individualmente aos diretores[48].

Além dos vícios relacionados à convocação, a instalação e a condução da assembleia também podem ser afetadas por irregularidades procedimentais. A doutrina[49] aponta como exemplos

Vasco da Gama Lobo. *Anulação de deliberações sociais e deliberações conexas*. Coimbra: Almedina, 1998.

48 GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *op. cit.*, pp. 153-157.

49 *Ibidem*, pp. 153-157.

o desrespeito à ordem do dia (artigo 134 da Lei das S.A.), a publicação irregular do edital de convocação (artigos 124 e 289 da Lei das S.A.), o descumprimento da antecedência mínima legal para convocação (artigo 124, § 1º, da Lei das S.A.), a ausência de disponibilização do material de apoio às deliberações (artigo 133 da Lei das S.A.), dentre outros[50] [51].

A inobservância dessas disposições procedimentais configura vício apto a comprometer a regularidade da assembleia e, consequentemente, das deliberações nela tomadas. Isso porque os vícios procedimentais tendem a contaminar todas as deliberações tomadas no âmbito da assembleia[52]. Conforme observa Setoguti, a deliberação constitui o resultado da convergência das manifestações de vontade formadas em um procedimento coletivo, de modo que, uma vez maculada a regularidade do processo assemblear, ficam igualmente comprometidas as deliberações dele decorrentes[53].

Além dos vícios formais e materiais, a doutrina também identifica os chamados vícios de voto[54], que recaem sobre a própria manifestação de vontade do acionista. Conforme observa Erasmo Valladão França, enquadram-se nessa categoria os votos que concorrem para a formação da deliberação, mas que se encontram comprometidos por defeitos como erro, dolo, fraude ou simulação. O autor destaca que também podem configurar vícios de voto hipóteses de incapacidade, coação, conflito de interesses e outros impedimentos legais ao exercício do direito de voto[55], como ocorre, por exemplo, quando administradores

50 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A, op. cit.*, pp. 104-110.

51 SMOLENTZOV, Tatiana Neves. *Dos vícios em assembléias gerais de sociedades anônimas (aspectos societários e processuais).* 2007. Dissertação (Mestrado em Direito) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP), São Paulo, 2007, p. 44.

52 *Ibidem*, p. 43.

53 SETOGUTI, Guilherme Pereira Julio, *op. cit.*, p. 57.

54 *Ibidem*, p. 58.

55 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A, op. cit.*, p. 97.

participam da votação de suas próprias contas, em afronta ao artigo 134, § 1º, da Lei das S.A.

Para que o defeito ultrapasse a esfera da manifestação individual de vontade e repercuta sobre a deliberação assemblear, é necessário que o voto viciado tenha sido determinante para a formação da maioria exigida para aprovação da matéria, o que é chamado de "prova de resistência"[56]. Nessa perspectiva, a repercussão do vício sobre a deliberação está condicionada à sua efetiva influência sobre o resultado da votação, de modo que a deliberação subsistirá sempre que puder ser mantida com base nos demais votos válidos, regularmente proferidos.

3.2. VIOLAÇÃO DE DEVERES DO ACIONISTA CONTROLADOR COMO CAUSA DE ANULAÇÃO

Dentre os vícios aptos a comprometer a formação da vontade social no âmbito assemblear, também merece atenção aquele decorrente da atuação do acionista controlador em desconformidade com os deveres fiduciários que lhe são impostos pela Lei das S.A.[57]. Isso porque, ao concentrar o poder de direção da companhia e exercer influência decisiva sobre as deliberações sociais, sua conduta projeta-se diretamente sobre a validade dos atos societários.

Nesse contexto, cumpre destacar que a Lei das S.A. reconhece expressamente a figura do acionista controlador, definindo-a a partir da conjugação entre a titularidade do poder de controle e seu efetivo exercício. Conforme lecionam Eizirik, Gaal, Parente e Henriques:

> "Nos termos do artigo 116, a caracterização do acionista controlador requer, em princípio, a observância cumulativa dos três requisitos mencionados em suas alíneas 'a' e 'b': a maioria dos

56 *Ibidem*, p. 98.

57 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, *op. cit.*, pp. 524-525.

> votos nas deliberações da assembleia geral; o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e o uso efetivo do poder de controle para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia."[58]

Precisamente em razão da posição de poder que ocupa na estrutura societária, o acionista controlador encontra-se sujeito a deveres fiduciários específicos, previstos no artigo 116, parágrafo único, e no artigo 117 da Lei das S.A. O primeiro estabelece que o controlador deve exercer seu poder de modo a fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social, orientando sua atuação pelos interesses da companhia, dos demais acionistas, dos trabalhadores e da comunidade em que atua. O segundo disciplina as hipóteses de abuso do poder de controle, incluindo, entre outras, a orientação da companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional e a promoção de atos destinados à obtenção, para si ou para terceiros, de vantagem indevida em prejuízo da companhia, de seus acionistas ou de outros sujeitos protegidos pela legislação societária.

É nesse contexto que se insere a disciplina do conflito de interesses do acionista controlador. O exercício do poder de controle encontra limites na finalidade que lhe é atribuída pela legislação societária, de modo que não pode ser instrumentalizado para a satisfação de interesses particulares incompatíveis com o interesse social. O conflito surge quando a satisfação do interesse individual pressupõe, necessariamente, o sacrifício do interesse coletivo, e vice-versa. Ou seja, há conflito entre o controlador e a sociedade sempre que aquele, diante de determinada deliberação, seja titular de um duplo interesse (o social e o particular) em grau tal que a realização de um implique inevitavelmente a frustração do outro[59].

58 *Ibidem*, p. 508.

59 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.: e outros escritos sobre conflito de interesses.* 2ª ed. rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 57.

Cumpre, inicialmente, distinguir as duas modalidades de conflito reconhecidas pela doutrina. O conflito formal de interesses (ou conflito de interesses *lato sensu*) corresponde à situação presente em todo negócio jurídico, em que o acionista ou administrador, de um lado, e a sociedade, de outro, figuram como partes contratantes[60]. Trata-se, portanto, de hipótese caracterizada pela própria posição jurídica ocupada pelo sujeito em relação à companhia, independentemente do conteúdo ou dos efeitos concretos do ato praticado, ainda que positivos para a companhia[61].

Interessa-nos também o conflito material (ou substancial) de interesses. Ao exercer o direito de voto ou praticar qualquer ato de gestão, o acionista e o administrador devem fazer prevalecer o interesse social sobre interesses particulares incompatíveis com ele. Nessa perspectiva, o conflito substancial manifesta-se quando o voto do acionista controlador é exercido com desvio de finalidade. Tal situação ocorre quando o controlador, mesmo que observe as formalidades inerentes ao exercício do voto e não incorra em violação expressa da lei ou do estatuto social, utiliza essa prerrogativa para perseguir finalidade diversa daquela que justifica sua atribuição[62].

A distinção entre o conflito formal e o conflito material produz relevantes consequências quanto ao regime de invalidade aplicável. Conforme observam Eizirik, Gaal, Parente e Henriques, nas hipóteses em que a lei adota o critério do conflito formal de interesses entre o administrador ou acionista e a companhia, a vedação à sua participação na deliberação é absoluta, independentemente do mérito da decisão ou das circunstâncias fáticas em que foi tomada[63]. Nessas circunstâncias, a violação do impedimento acarreta a nulidade da deliberação, ainda que dela não tenha resultado prejuízo à sociedade, tratando-se de mecanismo de controle exercido *a priori*.

60 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, *op. cit.*, p. 604.

61 *Ibidem*, p. 605.

62 *Ibidem*, p. 605.

63 *Ibidem*, p. 606.

Diversamente, quando o legislador opta por coibir apenas as situações de conflito material de interesses, a eventual ilegalidade da atuação do administrador ou acionista constitui questão de natureza fática, a ser examinada à luz das circunstâncias concretas e do mérito da deliberação. O controle, então, passa a ser realizado *a posteriori*: o administrador ou acionista não está previamente impedido de participar da deliberação, mas, uma vez demonstrado que sua atuação ocasionou prejuízo à companhia em benefício de interesse particular, a deliberação poderá ser anulada, sem prejuízo de sua responsabilização por perdas e danos[64].

Assim, a violação dos deveres fiduciários do acionista controlador, especialmente quando caracterizado conflito material de interesses, constitui fundamento apto a comprometer a higidez da deliberação assemblear. Nesses casos, a aferição da validade do ato dependerá da demonstração de que o exercício do poder de controle se afastou do interesse social e foi instrumentalizado para a consecução de finalidade particular em desconformidade com os deveres impostos ao controlador pelo artigo 116, parágrafo único, e pelo artigo 117 da Lei das S.A.

4. ANULAÇÃO DAS DELIBERAÇÕES: FUNDAMENTOS E REGIME JURÍDICO

4.1. A DISCIPLINA DA LEI DAS S.A. E SUA INTERPRETAÇÃO DOUTRINÁRIA

Delimitadas as principais categorias de vícios que podem comprometer as deliberações assembleares, impõe-se examinar o regime jurídico de sua invalidação, isto é, as consequências que o ordenamento atribui aos atos societários formados em desconformidade com a lei, o estatuto social ou a vontade regularmente manifestada pelos acionistas.

64 *Ibidem*, p. 606.

Nesse contexto, o artigo 286 da Lei das S.A. constitui a norma central do regime de invalidade das deliberações assembleares na sociedade anônima. Em síntese, o dispositivo estabelece que a ação para anular as deliberações tomadas em assembleia geral irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação, prescreve em dois anos, contados da deliberação.

A leitura do dispositivo revela uma opção deliberada do legislador. Ao arrolar, lado a lado, vícios de procedimento (convocação e instalação irregulares), vícios de conteúdo (violação da lei ou do estatuto) e vícios de vontade (erro, dolo, fraude e simulação), e ao submeter a todos um prazo curto e uniforme de impugnação, a Lei das S.A. sinaliza a prevalência da anulabilidade como regime-regra.

A controvérsia inicial diz respeito ao alcance desse regime: toda violação legal conduziria à *anulabilidade* sujeita ao prazo bienal, prevista no artigo 286 da Lei das S.A., ou certas violações estariam regidas pelo regime de *nulidade* geral dos artigos 167 a 184 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 ("Código Civil"), imprescritível (artigo 169 do Código Civil) ou sujeita a prazo diverso?

4.2. A PREVALÊNCIA DA ANULABILIDADE COMO REGRA E AS HIPÓTESES EXCEPCIONAIS DE NULIDADE ABSOLUTA

Atualmente, a doutrina majoritária[65] entende que o artigo 286 da Lei das S.A. não esgota o universo das invalidades: ele disciplina a anulabilidade, deixando a nulidade absoluta para as hipóteses excepcionais de violação de norma de ordem pública ou de interesse

65 Cf. ASCARELLI, Tullio, *op. cit.*, pp. 369-389; e FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade das deliberações de assembleias das S/A*, *op. cit.*, pp. 88-89. Nesse mesmo sentido, o STJ reconheceu que a Lei das S.A. institui regime especial de invalidade das deliberações assembleares, aplicável, em princípio, às relações intrassocietárias, partindo da sanção de anulabilidade prevista no artigo 286 da Lei das S.A., sem excluir a incidência eventual e residual do regime geral de invalidades do Código Civil, especialmente quando os efeitos da deliberação alcancem a esfera jurídica de terceiros. Cf. STJ, REsp nº 2.095.475/SP, 4ª Turma, Rel. Min. Antonio Carlos Ferreira, j. 9 abr. 2024, DJe 18 abr. 2024.

que transcende a esfera dos acionistas. Assim, estaríamos tratando de regimes coexistentes, não incompatíveis entre si[66].

No direito societário, a anulabilidade opera como regra, e a nulidade absoluta, como exceção. Essa inversão em relação à intuição civilista comum justifica-se pela necessidade de preservar a estabilidade das relações societárias[67]: a deliberação assemblear é ato plurissubjetivo que serve de base a uma cadeia de outros atos (negócios com terceiros, registros públicos, distribuições de resultados), de modo que seu questionamento tardio geraria insegurança desproporcional.

Desse contexto decorre a opção por submeter a generalidade dos vícios ao regime da anulabilidade, com prazo decadencial abreviado e legitimidade restrita. A nulidade absoluta fica reservada às hipóteses em que a deliberação viola norma de ordem pública ou tutela interesse que extravasa o círculo dos acionistas ou a que ofende norma cogente de proteção a terceiros ou ao mercado. Nessas situações, tendentes a proteger o interesse coletivo dos investidores[68], admite-se legitimidade mais ampla e mitiga-se a estabilização do vício pelo decurso do prazo.

A prevalência da anulabilidade encontra fundamento axiológico no próprio princípio da preservação da empresa, hoje positivado de forma transversal no ordenamento e reconhecido como vetor interpretativo do direito societário. Por esse princípio, a atividade empresarial, enquanto centro de interesses de sócios, trabalhadores, credores e da própria coletividade, deve ser preservada sempre que possível, evitando-se que vícios sanáveis ou de menor gravidade conduzam à desconstituição de atos sobre os quais se assenta o funcionamento regular da companhia[69].

66 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A, op. cit.*, pp. 88-89.

67 *Ibidem*, p. 80.

68 *Ibidem*, p. 99.

69 MÜSSNICH, Francisco Rüger Antunes Maciel. *Aspectos polêmicos da ação de anulação de deliberações assembleares*. 2008. Monografia (Bacharelado em Direito) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC/RJ), Rio de Janeiro, 2008, pp. 24-36.

Esse vetor projeta-se em três planos. No plano da qualificação do vício, recomenda interpretação que privilegie a anulabilidade sobre a nulidade sempre que o interesse violado seja particular e disponível. No plano temporal, justifica a brevidade do prazo decadencial e a estabilização da deliberação não impugnada. No plano dos efeitos, fundamenta a proteção de terceiros de boa-fé[70], conforme será brevemente abordado no item 6.2 do presente artigo, e a mitigação da retroatividade. A preservação da empresa não é, contudo, salvo-conduto para ilegalidades: ela cede diante de vícios que atinjam o núcleo de ordem pública ou direitos essenciais insuscetíveis de convalidação, como apresentado.

Tendo em vista que, como apontado acima, a Lei das S.A.não disciplina exaustivamente as invalidades, se limitando a regulamentar o regime da anulabilidade, torna-se inevitável o recurso subsidiário ao regime geral do negócio jurídico previsto nos artigos 166 a 184 do Código Civil, quando se falar em nulidade do ato, conforme se verá adiante.

4.3. NULIDADE, ANULABILIDADE E INEXISTÊNCIA: DISTINÇÕES CONCEITUAIS APLICADAS AO DIREITO ASSEMBLEAR

Tendo em vista que, conforme conclusão acima exposta, existem regimes que disciplinam as deliberações assembleares para além daquele previsto no artigo 286 da Lei das S.A., insta agora verificar quando cada tipo de regime será aplicado. Nesse sentido, a identificação do vício, por si só, não basta para definir automaticamente a consequência jurídica do ato. No direito societário, a irregularidade de uma deliberação pode conduzir à sua anulabilidade, à sua nulidade ou, em hipóteses mais extremas, ao reconhecimento de sua inexistência[71].

70 Sobre o tema, vide: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A*, *op. cit.*, pp. 149-155.

71 Nesse sentido, a doutrina questiona a admissibilidade de se falar em "inexistência" de assembleias e de suas deliberações, cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e

A distinção entre essas categorias produz consequências distintas quanto à possibilidade de convalidação, ao prazo para impugnação, à legitimidade para questionamento e aos efeitos da decisão judicial.

O critério adotado na classificação das invalidades das deliberações é o do *interesse violado*[72]. Se a norma infringida tutela um interesse geral, que extravasa a órbita societária ou que pode prejudicar terceiros, o futuro quadro de acionistas ou o interesse público em sentido estrito, haverá *nulidade*; se a violação é de norma que resguarda interesse particular, restrito a um sócio em específico ou mesmo a todos os sócios que, naquele momento, integram a sociedade, haverá *anulabilidade*[73].

A *inexistência*, por sua vez, é categoria reservada às hipóteses mais graves, em que o ato sequer chega a reunir os elementos mínimos para ser reconhecido como deliberação assemblear, como a "assembleia" realizada sem qualquer convocação e sem a presença de acionistas, ou a ata que documenta deliberação jamais ocorrida. Embora a Lei das S.A. não trate expressamente da figura, a doutrina a admite para situações em que falta o próprio suporte fático do ato, hipótese em que não há prazo para o reconhecimento judicial da inexistência[74], dada a impossibilidade de convalidação do que nunca existiu.

Novaes, *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A, op. cit.*, pp. 89-96.

72 SETOGUTI, Guilherme Pereira Julio, *op. cit.*, pp. 72-73.

73 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A, op. cit.*, pp. 134-135.

74 *Ibidem*, pp. 89-96.

5. AÇÃO DE ANULAÇÃO: ESTRUTURA PROCESSUAL E LIMITES

5.1. NATUREZA JURÍDICA DA AÇÃO ANULATÓRIA E LEGITIMIDADE ATIVA

A ação destinada a impugnar deliberação assemblear viciada tem, em regra, natureza desconstitutiva (constitutiva negativa)[75]: busca-se a desconstituição do ato e dos efeitos dele decorrentes. Quando a hipótese é de nulidade absoluta ou de inexistência, a doutrina reconhece à ação caráter declaratório, voltado ao reconhecimento de uma invalidade que opera independentemente de constituição judicial[76]. A distinção tem relevância prática quanto ao prazo: a ação anulatória sujeita-se ao prazo decadencial do artigo 286 da Lei das S.A.[77], ao passo que a declaração de nulidade ou inexistência, em tese, não se subordina a ele.

Quanto à legitimidade ativa, são legitimados a impugnar a deliberação os acionistas que dela divergiram (dissidentes), que se abstiveram (abstencionistas) e os ausentes, bem como, conforme o caso, administradores e o conselho fiscal, na defesa da legalidade societária. O acionista que votou favoravelmente à deliberação, em regra, carece de interesse para impugná-la, salvo se o seu voto estiver, ele próprio, eivado de vício de vontade (erro, dolo, coação), hipótese em que pode pleitear a anulação demonstrando o defeito[78]. A delimitação do tema, neste estudo, restringe-se à legitimidade dos acionistas, sem adentrar a discussão sobre a legitimidade de terceiros não sócios.

A distinção entre a natureza desconstitutiva e a declaratória não é meramente teórica, refletindo a própria classificação dos vícios examinada na Seção 4. Tratando-se de deliberação anulável, em que

75 CRUZ E TUCCI, José Rogério. *Impugnação judicial da deliberação de assembleia societária e projeções da coisa julgada. In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio (coord.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 467-468.

76 ASCARELLI, Tullio, *op. cit.*, pp. 369-389.

77 SETOGUTI, Guilherme Pereira Julio, *op. cit.*, pp. 69-73.

78 FRANÇA, *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A*, *op. cit.*, pp. 138-139.

se questiona a violação de norma protetiva de interesse particular dos acionistas, a sentença tem eficácia constitutiva negativa, pois opera a desconstituição de ato que, até então, produzia efeitos provisórios; nessa hipótese, o decurso do prazo do artigo 286 da Lei das S.A. convalida o vício e estabiliza a deliberação. Diversamente, na hipótese de nulidade absoluta, decorrente de violação de norma de ordem pública, a sentença limita-se a declarar uma invalidade que opera de pleno direito, razão pela qual a doutrina sustenta não se sujeitar tal pretensão, em tese, ao prazo decadencial do artigo 286 da Lei das S.A. Cumpre observar, contudo, que a definição de qual pretensão veicula a demanda nem sempre é evidente, podendo a própria qualificação do vício, como anulável ou nulo, constituir o cerne da controvérsia.

No tocante à legitimação ativa, o critério para sua aferição varia conforme a pretensão deduzida. Tratando-se de pretensão à declaração de *nulidade*, a legitimação é ampla, abrindo-se a qualquer interessado e até ao Ministério Público, podendo a nulidade ser pronunciada de ofício pelo juiz, à semelhança do regime geral do artigo 168 do Código Civil. Tratando-se de pretensão à *anulação*, ao contrário, a legitimação restringe-se, em princípio, aos acionistas cujo interesse particular a norma violada tutela, conforme já assentado. Justamente por isso, ressalva a doutrina, a recusa de legitimação ao acionista que votou favoravelmente à deliberação não se funda em mera ausência de interesse, mas no princípio que veda o comportamento contraditório (*venire contra factum proprium*)[79]: não se admite que aquele que concorreu validamente para a formação da maioria venha, depois, a impugná-la.

79 CANDIAN, Aurelio. *Nullità e Annullabilità di Delibere di Assemblea delle Società per Azioni.* Imprenta: Milano, Giuffrè. 1942, p. 159.

5.2. LEGITIMIDADE PASSIVA: A COMPANHIA COMO RÉ E O LITISCONSÓRCIO COM ACIONISTAS BENEFICIADOS

A ação de anulação dirige-se contra a companhia[80], e não contra os acionistas que formaram a maioria. É a sociedade, como titular do ato impugnado, que figura no polo passivo e que será atingida pela eventual desconstituição da deliberação. Discute-se, porém, a necessidade de litisconsórcio passivo com os acionistas diretamente beneficiados pela deliberação[81], sobretudo quando a anulação puder atingir, de forma direta e individualizada, posições jurídicas por eles adquiridas (por exemplo, na eleição de administrador ou em deliberação que lhes confira vantagem patrimonial específica).

A solução depende da extensão dos efeitos pretendidos: quando a procedência afetar esfera jurídica de acionista determinado, recomenda-se sua integração à lide, sob pena de ineficácia da sentença em relação a quem não participou do contraditório[82]. Isso decorre da previsão do artigo 506 da Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 ("Código de Processo Civil"), que determina que "*sentença faz coisa julgada às partes entre as quais é dada, não prejudicando terceiros*". Tratando-se de deliberação de efeitos puramente sociais, basta a presença da companhia no polo passivo.

A atribuição da legitimação passiva exclusivamente à companhia decorre da própria natureza da deliberação assemblear, que constitui ato do órgão social, e não dos acionistas individualmente considerados. Por essa razão, ainda que a impugnação tenha por causa de pedir o voto abusivo ou o conflito de interesses do acionista controlador, não há litisconsórcio passivo necessário entre a companhia e o controlador,

80 Nesse sentido, Erasmo Valladão afirma que "não há qualquer controvérsia a respeito", cf. FRANÇA, *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A, op. cit.,* p. 143.

81 ALVIM, Arruda. *A posição dos sócios e associados em relação a ações movidas contra as sociedades e associações de que façam parte*. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio (coord.), *op. cit.,* pp. 59-76.

82 Nesse sentido, interpretando o artigo 472 do Código de Processo Civil Brasileiro de 1973, que se converteu no artigo 506 do Código de Processo Civil Brasileiro de 2015, vide: SETOGUTI, Guilherme Pereira Julio. *op. cit.,* pp. 268-270.

pois a demanda visa, objetivamente, à desconstituição da deliberação, atribuída à sociedade.

Quando muito, cogita-se de litisconsórcio passivo facultativo, conforme leciona Erasmo Valladão França, hipótese que pode revelar-se conveniente quando ao pedido de anulação se cumular o de condenação do controlador em perdas e danos, nos termos do artigo 115, § 3º, da Lei das S.A. De todo modo, conforme também ensina o autor, nada impede que o acionista controlador ou os demais acionistas beneficiados, presentes os pressupostos, ingressem no polo passivo, ao lado da companhia, na condição de assistentes, dado o interesse jurídico que ostentam no resultado da demanda[83].

5.3. PRAZO PARA IMPUGNAÇÃO: NATUREZA E TERMO INICIAL

O artigo 286 da Lei das S.A. dispõe que a "*ação para anular as deliberações tomadas em assembléia-geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação*". Embora o dispositivo empregue a expressão "*prescreve*", a doutrina predominante qualifica o prazo como decadencial[84], por se tratar de ação desconstitutiva sujeita a prazo extintivo do próprio direito potestativo de impugnação. A consequência prática é relevante: tratando-se de decadência, o prazo não se suspende nem se interrompe pelas causas próprias da prescrição, ressalvadas as hipóteses legais específicas, conforme previsto no artigo 207 do Código Civil.

A qualificação do prazo como decadencial, e não prescricional, encontra suporte em diversos indícios extraídos do próprio regime legal. Dentre eles, destaca-se que a ação anulatória veicula o exercício de direito potestativo de impugnação, voltado à desconstituição da deliberação, categoria à qual a doutrina associa precisamente os

83 FRANÇA, *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A, op. cit.*, p. 143.
84 *Ibidem*, p. 144.

prazos decadenciais[85]. Ainda, a diminuição do prazo, de três para dois anos em relação ao diploma anterior, reforça o objetivo legislativo de estabilização das deliberações, incompatível com a possibilidade de sucessivas interrupções[86].

No que tange às deliberações nulas, o artigo 169 do Código Civil prevê que "*negócio jurídico nulo não é suscetível de confirmação, nem convalesce pelo decurso do tempo*". Contudo, há quem defenda que mesmo as deliberações nulas se submetem ao prazo decadencial bienal, posição que tem o mérito de evitar que a impugnação fique indefinidamente em aberto[87]. No entanto, mesmo nesses casos, em que se admita a sujeição das deliberações nulas ao prazo previsto no artigo 286 da Lei das S.A. reconhecem-se, ao menos, duas hipóteses em que este prazo decadencial não incide, sendo elas: *(i)* a da modificação do estatuto social por deliberação nula, em que a norma estatutária inválida pode ser impugnada sem limite de tempo enquanto produzir efeitos, embora a deliberação que alterou o estatuto continue sujeita ao prazo decadencial de dois anos[88]; e *(ii)* a da deliberação nula cujos efeitos se renovam continuamente no tempo[89].

Quanto ao termo inicial do prazo, três marcos são debatidos: *(i)* a data da própria deliberação; *(ii)* a data da publicação da ata; e *(iii)* a data do arquivamento na Junta Comercial. A literalidade do artigo 286 da Lei das S.A. aponta para a data da deliberação como termo inicial. Esse critério, contudo, gera dificuldade evidente para o acionista ausente, que pode não ter tido ciência tempestiva do ato. Por isso, parte da doutrina e da jurisprudência sustenta que, ao menos para o ausente e para hipóteses de vício não aparente, o termo inicial deve

85 COMPARATO, Fábio Konder. *Natureza do prazo extintivo da ação de nulidade do registro de marcas.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro (RDM), nº 77, São Paulo: Editora RT, 1990, pp. 57-64.

86 FRANÇA, *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A, op. cit.,* p. 147.

87 SETOGUTI, *op. cit.,* pp. 68-69.

88 SETOGUTI, *op. cit.,* p. 70.

89 SETOGUTI, *op. cit.,* p. 71.

deslocar-se para o momento da publicidade do ato[90], em homenagem ao princípio da *actio nata* e à boa-fé objetiva. A definição do marco é, na prática, decisiva para a tempestividade da ação.

Dessa forma, a melhor interpretação, segundo doutrina, é a de que o prazo se conta a partir da publicação ou arquivamento do ato da deliberação, pois é a publicidade do ato que torna conhecível o vício e viabiliza a reação do interessado[91]. Esse critério harmoniza-se com a função declarativa e constitutiva da publicação e atende, sobretudo, à posição do acionista ausente, que não teve ciência imediata da deliberação. A definição do marco mostra-se particularmente sensível nas companhias fechadas, em que a publicidade dos atos societários é menos intensa e o acionista minoritário pode permanecer alheio à deliberação até o respectivo arquivamento na Junta Comercial.

5.4. TUTELAS DE URGÊNCIA: SUSPENSÃO CAUTELAR DOS EFEITOS DA DELIBERAÇÃO

Dado o prazo de tramitação do processo e o risco de consolidação dos efeitos da deliberação impugnada, é frequente o pedido de tutela de urgência para suspender, cautelarmente, a eficácia da deliberação até o julgamento. A concessão sujeita-se aos requisitos gerais da tutela provisória de urgência, quais sejam: probabilidade do direito (*fumus boni iuris*) e perigo de dano ou risco ao resultado útil do processo (*periculum in mora*), nos termos do artigo 300 do Código de Processo Civil.

No contexto societário, a aferição do *periculum in mora* deve ponderar o impacto da suspensão sobre o funcionamento da companhia: a paralisação de deliberação relevante (aprovação de operação societária, eleição de administração, dentre outras) pode,

90 LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300).* Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3; e TEPEDINO, Ricardo. Assembleia geral. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. v. I, p. 688 e ss.

91 Nesse sentido, TEPEDINO, *op. cit.*, pp. 688 e ss.; e EIZIRIK, Nelson, *op. cit.*, em seu comentário ao artigo 286 da Lei das S.A.

ela própria, causar dano à empresa e a terceiros. Por isso, a tutela de urgência deve ser manejada com cautela, exigindo-se demonstração robusta da plausibilidade do vício e do risco concreto de dano irreversível, sopesado o princípio da preservação da empresa.

A medida pode ser requerida em caráter antecedente ou incidental e assume, conforme o caso concreto, conteúdo conservativo, voltado a impedir a produção de novos efeitos da deliberação impugnada, ou, excepcionalmente, conteúdo antecipatório de parte do próprio resultado pretendido na ação. A doutrina processual societária destaca, a propósito, que a suspensão liminar da deliberação não se confunde com a sua desconstituição, de modo que a decisão provisória deve limitar-se a obstar a eficácia do ato sem antecipar, em definitivo, o juízo sobre a validade, reservado à sentença[92].

Como contrapeso ao risco de uso da medida com finalidade meramente obstativa, faculta-se ao juízo condicionar a concessão da tutela à prestação de caução idônea, apta a resguardar a companhia e os demais acionistas de eventuais prejuízos decorrentes da suspensão indevida da deliberação[93]. Esse instrumento, cuja relevância se acentua nas companhias fechadas, em que a suspensão de deliberação pode comprometer de imediato a gestão e a continuidade dos negócios sociais, contribui para equilibrar a tutela do acionista que alega o vício e a estabilidade da atividade empresarial.

6. EFEITOS DA ANULAÇÃO DAS DELIBERAÇÕES

6.1. ALCANCE E EFEITOS DA INVALIDAÇÃO

O alcance da invalidação varia conforme a natureza do vício. O vício de voto individual, quando não determinante para a formação da maioria, não contamina a deliberação, que subsiste com base nos votos válidos remanescentes. Quando determinante, conduz

92 FONSECA, Priscila Corrêa da. *Suspensão de deliberações sociais.* São Paulo: Saraiva, 1986.

93 PEREIRA, Luiz Fernando C. *Medidas urgentes no direito societário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

à anulação da deliberação específica[94]. Já o vício procedimental, por afetar a regularidade do próprio processo assemblear, tende a contaminar todas as deliberações tomadas naquela assembleia[95]. A correta identificação do nível em que o vício opera (voto, deliberação ou assembleia) é, portanto, pressuposto para dimensionar os efeitos da procedência.

Sobre os efeitos da desconstituição da deliberação, conforme leciona Setoguti, a desconstituição da deliberação opera, em regra, efeitos *ex tunc,* independentemente da natureza do vício. Logo, reconhecida a invalidade, retroage-se ao momento do ato, como se a deliberação não tivesse produzido efeitos. O autor rejeita a tese que correlaciona nulidade a efeito *ex tunc* e anulabilidade a efeito *ex nunc,* pois, como o vício é sempre contemporâneo ao nascimento do ato, a decisão que o reconhece atua retroativamente, certificando que a deliberação já nasceu defeituosa e cassando o ato e seus efeitos desde a origem. Apoiado em Chiovenda, sustenta que o efeito *ex nunc* é comum à sentença constitutiva, mas não da sua essência, de modo que a natureza do vício é irrelevante para definir o alcance temporal da decisão[96].

Esse efeito teórico, contudo, encontra limites práticos intransponíveis quando a deliberação já gerou consequências consolidadas, como distribuição de dividendos já paga, atos de gestão já praticados ou negócios já celebrados com terceiros[97]. A restituição ao *status quo ante,* nesses casos, pode ser material ou juridicamente inviável, exigindo soluções de composição (perdas e danos, compensação) em substituição à pura retroação[98].

94 SETOGUTI, *op. cit.*, p. 58.

95 *Ibidem*, p. 57.

96 *Ibidem*, p. 194.

97 *Ibidem*, p. 55.

98 ROMANO-PAVONI, Giuseppe. Le deliberazioni delle assemblee delle società. Milano: Giuffrè, 1951; e ASCARELLI, op. cit., pp. 369-389.

6.2. PROTEÇÃO DE TERCEIROS DE BOA-FÉ E SEGURANÇA DAS RELAÇÕES JURÍDICAS

A retroatividade da anulação encontra seu principal limite na tutela dos terceiros de boa-fé que contrataram com a companhia confiando na regularidade aparente do ato. O fundamento dessa proteção, como expõe Erasmo Valladão França[99] (apoiado em Candian e em Ascarelli), repousa em dois pilares complementares: *(i)* a publicidade dos atos societários e *(ii)* a confiança legítima por ela gerada.

Assim, em regra, a segurança das relações jurídicas e a teoria da aparência justificam que negócios celebrados de boa-fé com terceiros, com base em deliberação posteriormente anulada, sejam preservados, resolvendo-se a invalidade no plano interno da sociedade (entre acionistas e administradores) por meio de responsabilização, sem prejudicar quem confiou legitimamente na higidez do ato.

Essa proteção, contudo, não é uniforme nem incondicional e, portanto, cede quando a invalidade for manifesta, ostensiva ou perceptível externamente, como na falta de convocação dos acionistas, pois, nesses casos, inexiste confiança legítima a tutelar, já que o terceiro tinha condições de conhecer o vício. Cede, igualmente, após a definitividade da sentença de invalidade e sua averbação no registro público competente, momento em que cessa a aparência tutelável.

6.3. DELIBERAÇÕES EM CADEIA: EFEITOS DA ANULAÇÃO SOBRE ATOS SOCIETÁRIOS SUBSEQUENTES

Problema de particular complexidade é o das deliberações conexas: a anulação de uma deliberação pode repercutir sobre atos societários que dela dependam logicamente (deliberações em cadeia). Assim, anulada a deliberação que aprovou determinada operação,

99 FRANÇA, *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A*, *op. cit.*, pp. 151-152.

podem ser atingidos os atos subsequentes que tenham nela seu fundamento de validade[100].

Essa constatação é extraída do próprio racional do artigo 281 do Código de Processo Civil, que determina que "*anulado o ato, consideram-se de nenhum efeito todos os subsequentes que dele dependam, todavia, a nulidade de uma parte do ato não prejudicará as outras que dela sejam independentes*". A extensão dessa contaminação, todavia, não é automática: depende da relação de dependência ou prejudicialidade entre os atos. Atos autônomos, que subsistiriam independentemente da deliberação anulada, são preservados; atos que têm na deliberação invalidada seu pressuposto necessário acompanham sua sorte[101]. A análise é casuística e novamente informada pela preservação da empresa e pela tutela de terceiros.

7. CONTROLE JUDICIAL DAS DELIBERAÇÕES ASSEMBLEARES

7.1. LIMITES DA REVISÃO JUDICIAL: MÉRITO *VERSUS* LEGALIDADE

O controle judicial das deliberações assembleares é controle de legalidade, não de mérito. Ao Judiciário cabe apenas verificar se a deliberação observou a lei, o estatuto social e os deveres fiduciários aplicáveis, mas não substituir o juízo de conveniência e oportunidade dos acionistas por sua própria avaliação sobre a melhor decisão empresarial. Essa autocontenção decorre da própria lógica da ação anulatória, voltada à aferição da validade do ato societário, e dialoga, no direito societário, com a *business judgment rule*: se as decisões são tomadas de boa-fé, de forma informada e no interesse social, ainda

100 Sobre a repercussão da anulação de uma deliberação sobre os atos societários que dela dependem logicamente, vide: XAVIER,Vasco da Gama Lobo, *op. cit.*, p. 179.

101 Sobre a análise dos prazos decadenciais aplicáveis à desconstituição de deliberações conexas e maiores aprofundamentos, vide: SETOGUTI, *op. cit.*, pp. 223-233.

que se revelem equivocadas do ponto de vista econômico, não devem ser revisadas quanto ao seu acerto empresarial.

A fronteira entre o controle de legalidade e o controle de mérito, contudo, mostra-se particularmente tênue nas hipóteses de abuso de poder, conflito de interesses e desvio de finalidade. Quando o controlador, sob a aparência de decisão discricionária, persegue interesse particular em detrimento do interesse social, o exame judicial pode avançar sobre a finalidade do ato sem que isso configure controle de mérito propriamente dito. Trata-se, nesses casos, de aferir a legalidade do exercício do poder de controle e a compatibilidade da deliberação com os deveres impostos pela Lei das S.A., e não de substituir a escolha empresarial por outra considerada mais conveniente pelo julgador[102].

7.2. JUDICIALIZAÇÃO ESTRATÉGICA POR MINORITÁRIOS: *SHAREHOLDER ACTIVISM* E LITIGÂNCIA OPORTUNISTA

A previsão de tutelas de urgência e a possibilidade de suspensão de deliberações relevantes abrem espaço para o uso estratégico, e por vezes oportunista, da ação de anulação[103]. Em operações societárias sensíveis (fusões, aquisições, aumentos de capital, dentre outros), acionistas minoritários podem manejar a impugnação não como instrumento de tutela de direitos, mas como alavanca de pressão negocial ("*greenmail*") ou para obstruir operação legítima, valendo-se do potencial de dano que a paralisação acarreta à companhia.

O fenômeno, conhecido na experiência comparada como litigância oportunista no âmbito do *shareholder activism*, recomenda do julgador especial atenção na concessão de tutelas de urgência e na valoração do interesse processual, distinguindo a impugnação legítima

102 Sobre conflito material de interesses e exercício do voto em desconformidade com o interesse social, cf. FRANÇA, *Conflito de interesses nas assembleias de S.A., op. cit.*, p. 57; e EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, *op. cit.*, pp. 604-606.

103 Sobre medidas urgentes e suspensão de deliberações sociais, vide: FONSECA, Priscila Corrêa da, *op. cit.*; PEREIRA, Luiz Fernando C., *op. cit.*

de direito violado do uso instrumental do processo[104]. Mecanismos como a exigência de caução, a responsabilização por litigância de má-fé e a ponderação do impacto sistêmico da suspensão sobre a empresa funcionam como contrapesos a esse risco, sem prejuízo da garantia de acesso à justiça do minoritário efetivamente lesado.

8. CONCLUSÃO

O regime de invalidade das deliberações assembleares estrutura-se em torno de uma opção legislativa nítida: a prevalência da anulabilidade, com prazo decadencial curto e legitimidade restrita, em detrimento da nulidade absoluta, reservada às violações de ordem pública. Essa arquitetura serve à estabilidade das relações societárias e encontra fundamento no princípio da preservação da empresa, que opera como vetor interpretativo nos planos da qualificação do vício, do tempo e dos efeitos.

A análise revelou zonas de tensão que persistem: a delimitação entre anulabilidade e nulidade nas violações de direitos essenciais; a controvérsia sobre o termo inicial do prazo do artigo 286 da Lei das S.A., sensível à posição do acionista ausente; o alcance da contaminação nas deliberações conexas; e o risco de uso oportunista da impugnação como instrumento de pressão. Em todas elas, o critério decisivo é a identificação do interesse efetivamente violado e a ponderação entre a tutela do acionista lesado e a preservação da atividade empresarial.

No plano da governança preventiva, recomenda-se rigor formal na convocação e instalação das assembleias (observância de prazos, publicidade e disponibilização de material), documentação cuidadosa das deliberações e gestão expressa de conflitos de interesse, com abstenção do controlador ou administrador impedido. A previsão estatutária clara das competências convocatórias e dos quóruns

104 Sobre a necessidade de ponderação entre tutela do acionista, estabilidade societária e preservação da empresa no âmbito da ação de anulação, vide: MÜSSNICH, Francisco Rüger Antunes Maciel, *op. cit.*, pp. 24-36.

também auxilia na redação da exposição da companhia a vícios formais.

No plano do contencioso societário, o acionista que pretenda impugnar certa deliberação assemblear deve atentar-se para a contagem do prazo decadencial e para a correta identificação da qualificação do vício (de voto, de deliberação ou da assembleia), dosando o pedido de tutela de urgência à luz do impacto sobre a companhia. A defesa da sociedade, por sua vez, dispõe da tutela de terceiros de boa-fé como limite à retroação. Em qualquer cenário, a estratégia processual deve partir da pergunta central deste estudo: qual o interesse violado e, por consequência, qual o regime de invalidade aplicável.

O *QUITUS*: PARALELO ENTRE A JURISPRUDÊNCIA DO STJ E A ÓTICA DO PL 2.925/2023

Carolina Alvarenga Diniz[105]
Jan Van der Stricht[106]
Laura Vieira Acedo[107]

1. INTRODUÇÃO

Ao completar cinquenta anos, a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 ("Lei das S.A."), chega à maturidade com boa parte de sua arquitetura original preservada. Entre os institutos que atravessaram esse meio século praticamente ilesos às sucessivas reformas está o *quitus*, o efeito exoneratório que a lei atribui à aprovação das contas dos administradores pela assembleia geral. Nos termos do artigo 134, §3º, da Lei das S.A., "a aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação".

É justamente essa eficácia que atualmente se encontra sob tensão. De um lado, o Superior Tribunal de Justiça reafirma a leitura tradicional do instituto: a aprovação sem reserva produz efeito liberatório amplo e, mais do que isso, condiciona a procedibilidade da ação social de responsabilidade à prévia anulação judicial da deliberação que aprovou as contas da administração e as demonstrações financeiras da companhia, de acordo com a interpretação sistemática dos arts. 159, 134, § 3º, e 286 da Lei das S.A. É entendimento que a doutrina mais recente reconhece como "corrente em nossa doutrina e largamente

105 Advogada em Stocche Forbes Advogados. Bacharela em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais.

106 Advogado em Freitas Ferraz Advogados. Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito Milton Campos. Pós-graduado em Direito Empresarial pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC.

107 Advogada em Trench Rossi Watanabe Advogados. Bacharela em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais.

prevalente nos tribunais, inclusive perante o Superior Tribunal de Justiça, em que pese a existência de posicionamentos em sentido diverso" [108]. De outro, dentro do pacote de alterações propostas pelo PL 2.925/2023, discute-se nova previsão que visa desmontar esse núcleo ao alterar o § 3º do artigo 134 para estabelecer que a aprovação das contas não exonera os administradores e fiscais automaticamente. Na proposta de inclusão do § 3º-A, a exoneração de responsabilidade passa a estar condicionada à deliberação específica e expressa na ordem do dia, alteração que a doutrina já qualificou como a "(quase) extinção" do *quitus*[109]. Dessa forma, a consolidação jurisprudencial e a proposta legislativa de reforma correm em sentidos divergentes.

Ademais, esse paralelo ganhou novos contornos em momento muito recente. Em 11 de novembro de 2025, a Terceira Turma do STJ concluiu o julgamento do Recurso Especial nº 2.207.934/RS, em que se discutia se a prévia anulação das atas que aprovaram as contas seria exigível também quando a ação de responsabilidade se funda em alegada prática de atos de corrupção corporativa.[110] Prevaleceu, por maioria, a divergência do Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, redator do acórdão, restando vencidos a relatora, Ministra Nancy Andrighi (que sustentava tratamento distinto para os atos de corrupção corporativa) e o Ministro Moura Ribeiro. Negou-se provimento ao recurso, reafirmando-se que o efeito liberatório do *quitus* e a exigência de desconstituição prévia da deliberação alcançam inclusive os atos de gestão eivados de simulação. O acórdão cristaliza, assim, o entrincheiramento do instituto no exato momento em que tramita

108 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Direito processual societário: comentários breves à Lei das S/A*. v. 2. São Paulo: Malheiros, 2025, p. 109.

109 BREGA, Caio de Magalhães; ALVES, Julia Ruiz Monteiro. A (quase) extinção do quitus pelo PL 2.925/2023. *Consultor Jurídico*, São Paulo, 3 maio 2024. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2024-mai-03/a-quase-extincao-do-quitus-pelo-pl-2-925-2023/. Acesso em: 5 jul. 2026.

110 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3ª Turma). *Recurso Especial nº 2.207.934/RS* (2024/0417748-7). Relatora: Min. Nancy Andrighi; Relator para o acórdão: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em: 11 nov. 2025, por maioria. DJEN: 28 nov. 2025.

o projeto de lei que pretende, de certa forma, extinguir o *quitus* automático.

À luz desse contraste, este artigo investiga em que medida a recente reafirmação, pelo STJ, da eficácia liberatória ampla do *quitus* e da prévia anulação como condição de procedibilidade dialoga com a disciplina projetada pelo PL 2.925/2023, identificando as questões que o novo regime deixa em aberto para a prática assemblear. O recorte é deliberado: o foco recai sobre o *quitus* (artigo 134, § 3º) e sobre a condição de procedibilidade dele derivada, entrando o projeto de lei como contraponto, e não como eixo estruturante da exposição. Convém, desde logo, distinguir os planos normativos não raro confundidos: o artigo 159 cuida da legitimação e da deliberação assemblear prévia para a propositura da ação social; o artigo 286 estabelece a barreira processual (a decadência de dois anos para a anulação da deliberação viciada); e o artigo 134, § 3º veicula o efeito exoneratório propriamente dito. São planos que, embora se articulem na construção jurisprudencial, não se confundem.

O percurso da exposição é o seguinte: o Capítulo 2 examina a natureza jurídica e a função do *quitus* na Lei das S.A; o Capítulo 3 reconstitui a origem pretoriana da condição de procedibilidade e sua consolidação no STJ; o Capítulo 4 analisa o Recurso Especial nº 2.207.934/RS, detendo-se no *leading case* e na corrupção corporativa (4.1) e na *ratio decidendi* e no entendimento firmado na Corte (4.2); o Capítulo 5 expõe a resposta do projeto de lei, a nova redação do § 3º e a inserção do § 3º-A no artigo 134; e o Capítulo 6, enfim, sintetiza as conclusões.

2. O *QUITUS* NA LEI DAS S.A.: NATUREZA JURÍDICA E FUNÇÃO

A disciplina positiva do instituto concentra-se no artigo 134, § 3º, da Lei das S.A.: "a aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação (artigo 286)". A deliberação pela

qual os acionistas aprovam a gestão passada, matéria de competência privativa da assembleia geral ordinária (artigo 132, I), é conhecida no direito brasileiro por *quitus*, a exemplo do *scarico* italiano, da *décharge* francesa e da *Entlastung* alemã[111]. A ressalva final do dispositivo (erro, dolo, fraude ou simulação) constitui a única exceção legal ao efeito e remete ao artigo 286 da lei[112]. O que cumpre fixar neste capítulo é o que o *quitus* é e o que ele faz.

A indagação sobre a natureza jurídica do *quitus*, que por muito tempo "passou ao largo das preocupações" da doutrina nacional, foi enfrentada em profundidade por Adamek[113]. O ponto de partida é a distinção entre o *objeto* da deliberação e os seus *efeitos*: o que a assembleia delibera é tão somente a aprovação da atuação dos titulares de órgão em determinado período, sendo que a renúncia a pretensões indenizatórias não integra o conteúdo da manifestação de vontade, até porque a deliberação é, de regra, tomada na suposição de que tais pretensões não existem. O reflexo da aprovação sobre o regime da responsabilidade civil é efeito preclusivo que decorre exclusivamente da lei e que, por isso mesmo, varia profundamente de um ordenamento para outro[114]. Daí a qualificação que se adota: o *quitus* é declaração unilateral de confiança da corporação aos seus administradores, à qual a lei acionária atribui eficácia preclusiva[115]. Na síntese da atualização

111 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009; FRANÇA; ADAMEK. *Direito processual societário*, cit.

112 A ressalva final do § 3º (erro, dolo, fraude ou simulação) e a sua articulação com o art. 286 da Lei das S.A. (a anulação da deliberação no prazo decadencial de dois anos como pressuposto da ação de responsabilidade) são objeto do Capítulo 3. Registre-se, desde logo, que se trata de planos normativos distintos: o art. 159 cuida da legitimação e da deliberação assemblear prévia para a propositura da ação social; o art. 286, da barreira processual à reversão da deliberação; e o art. 134, § 3º, do efeito exoneratório propriamente dito.

113 ADAMEK. *Responsabilidade civil dos administradores*, cit., pp. 250-252.

114 A distinção entre o objeto da deliberação de exoneração e os seus efeitos é de Karsten Schmidt (SCHMIDT, Karsten. *Gesellschaftsrecht*. 4. Aufl. Köln: Carl Heymanns, 2002, § 14, VI, pp. 428-431), expressamente encampada por Adamek, que traduz a lição do societarista alemão (ADAMEK. *Responsabilidade civil dos administradores*, cit., pp. 251-252).

115 ADAMEK. *Responsabilidade civil dos administradores*, cit., p. 252.

doutrinária: "ontologicamente, o *quitus* indica a aquiescência com o passado e o voto de confiança para o futuro; juridicamente, os seus efeitos podem ir além"[116].

Essa qualificação afasta as leituras concorrentes. O *quitus* não é remissão de dívida: trata-se de ato unilateral não receptício, que não incide sobre dívida certa e conhecida e que é concedido justamente porque a companhia não anteviu dívida alguma, ao passo que a remissão pressupõe (e indiretamente reconhece) a obrigação que extingue. Não é quitação em sentido próprio: a despeito da proximidade etimológica e funcional, a quitação exprime reconhecimento de adimplemento e gera presunção meramente relativa, que cede à prova em contrário. Esse instituto tampouco é renúncia ou reconhecimento negativo de dívida: a renúncia não é objeto da deliberação, mas efeito que, onde exista, decorre da lei de regência de cada tipo societário[117]. Cabe registrar, ainda, a posição de Tavares Borba, para quem a liberação resultante da aprovação das demonstrações financeiras seria "relativa e aparente", já que tudo o que houvesse escapado ao conhecimento dos acionistas caracterizaria erro e reabriria a via da responsabilização[118]. A tese foi refutada por Adamek[119]: o percurso de reversão (anulação judicial da deliberação de aprovação, nova deliberação assemblear sobre as contas e sobre a propositura da ação social, eventual ação *ut singuli*, tudo dentro de prazos decadenciais e prescricionais exíguos) está longe de ser simples ou corriqueiro, sendo aparente e relativa, ironiza o autor, a efetividade dos instrumentos de responsabilização da Lei das S.A.

116 FRANÇA; ADAMEK. *Direito processual societário*, cit., p. 95.

117 ADAMEK. *Responsabilidade civil dos administradores*, cit., pp. 250-252.

118 BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, n. 153, pp. 382-383, *apud* ADAMEK. *Responsabilidade civil dos administradores*, cit., p. 253. A leitura segue ecoando em comentários contemporâneos: também para Eizirik, "a exoneração de responsabilidade dos administradores é relativa, uma vez que tudo o que tiver escapado ao conhecimento dos acionistas quando da deliberação tomada pode caracterizar erro e permitir a responsabilização dos administradores" (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. v. 2: arts. 80 a 137. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 529).

119 ADAMEK. *Responsabilidade civil dos administradores*, cit., p. 253.

Quanto à sua função, o *quitus* exonera de responsabilidade os administradores e os membros do conselho fiscal, desde que aprovadas sem reserva as demonstrações financeiras e as contas da administração, presumindo-se que os acionistas concordaram com a atuação dos gestores, liberando-os, em princípio, de responder por eventuais prejuízos e obstando a deliberação de propositura da ação de responsabilidade do artigo 159[120]. O perímetro do efeito exoneratório foi delimitado com precisão por Vio e Sasseron, em passagem transcrita, com aprovação, no voto condutor do REsp 2.207.934/RS:

> No que diz respeito ao perímetro dos eventos e fatos abrangidos pelo efeito exoneratório, o *quitus* opera, fundamentalmente, (i) no âmbito da responsabilidade civil; (ii) em relação às obrigações diretamente decorrentes da qualidade de administrador e (iii) com relação aos atos praticados (ou conduta negligente consumada) no exercício social analisado pela assembleia geral ordinária. [...] o efeito extintivo certamente não se restringe às irregularidades cometidas pelo administrador na confecção desses documentos sociais. Mais abrangente, ele incide sobre todos os atos de gestão dos administradores da companhia no exercício social objeto de escrutínio[121].

O dado decisivo para a fixação desse alcance objetivo está no artigo 158, *caput*, da Lei das S.A., segundo o qual o administrador "não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão". Se o efeito exoneratório do artigo 134, § 3º, alcançasse apenas os atos regulares de gestão, nada exoneraria: para esses, a ausência de responsabilidade

120 EIZIRIK. *A Lei das S/A comentada*, v. 2, cit., p. 527.

121 VIO, Daniel de Avila; SASSERON, Adriano Helena. Contas, *quitus* e responsabilidade dos administradores. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). *Processo societário*. v. IV. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 189-230, esp. pp. 215-216. A passagem é transcrita, com aprovação, no voto vencedor do REsp 2.207.934/RS.

pessoal já é estabelecida de antemão pelo próprio legislador. O campo de incidência do instituto situa-se, portanto, nas hipóteses de atuação culposa ou dolosa do administrador dentro de suas atribuições, ou com violação da lei ou do estatuto (artigo 158, I e II)[122]. O argumento foi incorporado à própria ementa do REsp 2.207.934/RS: "restringir o efeito liberatório do 'quitus' exclusivamente aos atos regulares de gestão seria esvaziar completamente o sentido do artigo 134, § 3º, porque, para esses, o artigo 158, *caput*, da Lei das S.A. já exonera o administrador da responsabilidade pessoal".

Nada disso é novidade do meio século da Lei das S.A. A amplitude do efeito acompanha o direito brasileiro desde as origens da legislação acionária: já o Decreto nº 8.821/1882, regulamento da Lei nº 3.150/1882, dispunha, em seu artigo 74, que a aprovação sem reserva do balanço e das contas importava a ratificação dos atos e operações relativas, anulável nos casos de erro, dolo, fraude ou simulação[123], fórmula que, em seus traços essenciais, atravessou o artigo 101 do Decreto-Lei nº 2.627/1940 e desaguou no artigo 134, § 3º, da lei vigente[124]. E a crítica é mais antiga do que a própria Lei das S.A.: às vésperas da reforma de 1976, Orlando Gomes já recomendava "regular a extinção de responsabilidade em termos que não facilitem a quitação", sugerindo, à moda italiana, que a aprovação do balanço não implicasse a liberação dos administradores pelos atos danosos de sua gestão[125]. O conselho não foi ouvido pelo legislador de 1976, e o debate, meio século depois, retorna em termos notáveis de continuidade.

122 VIO; SASSERON. Contas, *quitus* e responsabilidade dos administradores, cit., pp. 215-216.

123 No original: "Art. 74. A approvação do balanço e contas, feita sem reserva, importa a ratificação dos actos e operações relativas. A approvação, porém, poderá ser annullada nos casos de erro, dólo, fraude ou simulação" (BRASIL. Decreto nº 8.821, de 30 de dezembro de 1882, art. 74). *Cf.* VIO; SASSERON. Contas, *quitus* e responsabilidade dos administradores, cit., p. 192.

124 PORTUGAL GOUVÊA, Carlos *et al. Quitus brasileiro: entre excepcionalismo e anacronismo*. São Paulo: Centro de Governança Corporativa da USP (CGC), 2025, p. 4; ADAMEK. *Responsabilidade civil dos administradores*, cit., p. 249.

125 GOMES, Orlando. Responsabilidade dos administradores de sociedades por ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 8, pp. 13-14, 1972.

O quadro comparado confirma a singularidade do modelo brasileiro. Não se trata de afirmar que os demais sistemas tenham suprimido o ato de aprovação da gestão (a *Entlastung* alemã permanece deliberação anual obrigatória), mas de constatar que se cuida de sistemas arquitetonicamente distintos, nos quais a aprovação das contas é dissociada da liberação automática de responsabilidade. Na Alemanha, o § 120(2) da *Aktiengesetz* dispõe que, pela exoneração, a assembleia geral aprova a administração da sociedade pelos membros da diretoria e do conselho de supervisão, mas que "a exoneração não contém renúncia a pretensões indenizatórias"[126]. Na Itália, o artigo 2.434 do *Codice Civile* estabelece que "a aprovação do balanço não implica liberação dos administradores, dos diretores-gerais, dos dirigentes encarregados da elaboração dos documentos contábeis societários e dos síndicos pelas responsabilidades incorridas na gestão social"[127]. Em Portugal, o artigo 74º do Código das Sociedades Comerciais condiciona a renúncia da sociedade ao seu direito de indenização a deliberação expressa dos sócios, sem voto contrário de minoria representativa de dez por cento do capital social e com impedimento de voto dos possíveis responsáveis (nº 2), e prescreve que a deliberação de aprovação das contas ou da gestão "não implica renúncia aos direitos de indemnização", salvo se os fatos constitutivos de responsabilidade houverem sido expressamente levados ao conhecimento dos sócios antes da aprovação (nº 3)[128]. A doutrina

126 No original: "*Durch die Entlastung billigt die Hauptversammlung die Verwaltung der Gesellschaft durch die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats. Die Entlastung enthält keinen Verzicht auf Ersatzansprüche*" (ALEMANHA. *Aktiengesetz*, de 6 de setembro de 1965, § 120(2)). Tradução livre; para a tradução do dispositivo pelo próprio Adamek, *cf.* ADAMEK. *Responsabilidade civil dos administradores*, cit., p. 253, nota 10.

127 No original: "L'approvazione del bilancio non implica liberazione degli amministratori, dei direttori generali, dei dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari e dei sindaci per le responsabilità incorse nella gestione sociale" (ITÁLIA. *Codice Civile*, Regio Decreto 16 mar. 1942, n. 262, art. 2.434). Tradução livre.

128 PORTUGAL. Código das Sociedades Comerciais (Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de setembro), art. 74º, nºs 2 e 3. No original do nº 3: "A deliberação pela qual a assembleia geral aprove as contas ou a gestão dos gerentes ou administradores não implica renúncia aos direitos de indemnização da sociedade contra estes, salvo se os factos constitutivos de responsabilidade houverem sido expressamente levados ao

brasileira há muito registra esse panorama[129], e levantamento recente das legislações societárias das cinquenta maiores economias do mundo não encontrou paralelo para a exoneração automática do modelo nacional, qualificada como autêntico "fóssil jurídico"[130]. O próprio voto condutor do REsp 2.207.934/RS reconhece "uma clara tendência das legislações estrangeiras em limitar os seus efeitos", para, não obstante, reafirmar a amplitude do efeito no direito pátrio como barreira processual, mediante a exigência pretoriana de prévia anulação da deliberação aprobatória, o que se passa a examinar.

3. A CONDIÇÃO DE PROCEDIBILIDADE: ORIGEM PRETORIANA E CONSOLIDAÇÃO NO STJ

Nenhum dispositivo da Lei das S.A. enuncia que a ação social de responsabilidade pressupõe a prévia anulação judicial da deliberação que aprovou as contas. Analisando os dispositivos específicos: o artigo 159 disciplina a deliberação assemblear prévia e a legitimação para a propositura da ação social; o artigo 134, § 3º, veicula o efeito exoneratório; e o artigo 286 rege a ação de anulação das deliberações viciadas, com o respectivo prazo de ajuizamento. Em nenhum deles, porém, se lê que a demanda anulatória condiciona a indenizatória. A exigência é criação dos tribunais, e o reconhecimento dessa origem proveio da própria Corte que a consolidou: no julgamento do REsp 2.207.934/RS, como será melhor explorado abaixo, a relatora, Ministra Nancy Andrighi, registrou que a lei acionária "não prevê expressamente a necessidade de anulação judicial da aprovação das contas prestadas pelo administrador como condição de procedibilidade para o ajuizamento da ação social que tenha por objeto

conhecimento dos sócios antes da aprovação e esta tiver obedecido aos requisitos de voto exigidos pelo número anterior".

129 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 3: arts. 138 a 205. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 484.

130 PORTUGAL GOUVÊA *et al. Quitus brasileiro*, cit., pp. 2-3.

a sua responsabilização civil", para concluir: "Trata-se, sobretudo, de construção jurisprudencial"[131].

A matriz dessa construção é o REsp 257.573/DF, julgado pela Terceira Turma em 8 de maio de 2001[132]. Discutia-se a responsabilização de ex-administradores de sociedade de economia mista cujas contas foram aprovadas, sem reserva, pela assembleia geral. Vencidos o relator originário, Ministro Waldemar Zveiter, e a Ministra Nancy Andrighi, prevaleceu o voto-vista do Ministro Ari Pargendler, designado redator do acórdão, em cuja ementa se fixou a tese-síntese que governaria o tema pelo quarto de século seguinte: "A aprovação das contas pela assembléia geral implica quitação, sem cuja anulação os administradores não podem ser chamados à responsabilidade". O voto condutor não escondeu o desconforto com a solução. Nele se registrou: "*De lege ferenda*, a solução pode não ser a melhor", à vista do tratamento diverso conferido à matéria pelas legislações espanhola e portuguesa, mesmo porque a exigência "dificulta sobremaneira a indenização dos danos"; mas o arremate foi inequívoco: "Mas a lei é essa, e, enquanto não for alterada, deve ser aplicada".

A condição de procedibilidade não foi extraída de um dispositivo isolado, e sim da articulação dos três planos normativos que, como visto, não se confundem. O próprio voto condutor do *leading case* já operava essa combinação: relembrando que, desde o Decreto-Lei nº 2.627/1940, o direito brasileiro segue trilha própria, assentou que os arts. 134, § 3º, e 286 da lei vigente "mantiveram esse regime", de sorte que a quitação decorrente da aprovação somente pode ser desfeita pela via anulatória, mediante a prova de erro, dolo, fraude ou

131 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3ª Turma). *Recurso Especial nº 2.207.934/RS*, cit. As transcrições feitas neste passo provêm do voto vencido da relatora (itens 19 e 20), que, no ponto (o reconhecimento da matriz interpretativa, e não textual, da exigência), não foi infirmado pelo voto vencedor; a transcrição da ementa vencedora, adiante, provém do mesmo julgado.

132 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3ª Turma). *Recurso Especial nº 257.573/DF*. Relator: Min. Waldemar Zveiter; Relator para o acórdão: Min. Ari Pargendler. Julgado em: 8 maio 2001, por maioria. DJ: 25 jun. 2001. RSTJ 148/323. Restaram vencidos o relator originário e a Min. Nancy Andrighi. As transcrições referem-se à ementa e ao voto-vista do Min. Ari Pargendler.

simulação. A jurisprudência posterior explicitou o terceiro elo, o artigo 159, cuja deliberação prévia sobre a propositura da ação pressupõe, logicamente, que a companhia ainda não tenha dado quitação aos seus gestores. O resultado é a fórmula hoje cristalizada na ementa do REsp 2.207.934/RS: a prévia anulação "decorre da interpretação sistemática tanto do artigo 159 como dos arts. 134, § 3º e 286 da Lei das S.A.". No plano material, a lógica é singela: outorgado o *quitus*, o administrador está exonerado; a pretensão indenizatória pressupõe a remoção do ato exoneratório; e a remoção só se opera pela via do artigo 286. Sem a desconstituição, sustenta a doutrina favorável à tese, haveria "verdadeiro comportamento contraditório (*venire contra factum proprium*)" da sociedade que, após conceder o *quitus*, baseasse a sua pretensão na atividade aprovada[133].

A partir do precedente de 2001, a tese sedimentou-se, ao longo de mais de duas décadas, em ambas as Turmas da Segunda Seção: reafirmaram-na, sucessivamente, o AgRg no Ag 950.104/DF (2009), o AgRg no Ag 640.050/RS (2009), o REsp 1.313.725/SP (2012), o REsp 1.515.710/RJ (2015), o REsp 1.224.159/SP (2021) e, já às vésperas do julgamento que constitui o objeto central deste estudo, o REsp 2.095.475/SP (2024) e o AgInt nos EDcl no REsp 1.740.266/SP (2024)[134]. A doutrina registra cuidar-se de interpretação "corrente em nossa doutrina e largamente prevalente nos tribunais, inclusive perante o Superior Tribunal de Justiça"[135]. O ciclo de consolidação fechou-

133 FRANÇA; ADAMEK. *Direito processual societário*, cit., p. 109.

134 Respectivamente: AgRg no Ag nº 950.104/DF, 3ª Turma, rel. Min. Massami Uyeda, j. 19.03.2009, DJe 30.03.2009; AgRg no Ag nº 640.050/RS, 4ª Turma, rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. 19.05.2009, DJe 01.06.2009; REsp nº 1.313.725/SP, 3ª Turma, rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 26.06.2012, DJe 29.06.2012; REsp nº 1.515.710/RJ, 3ª Turma, rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, j. 12.05.2015, DJe 02.06.2015; REsp nº 1.224.159/SP, 4ª Turma, rel. Min. Raul Araújo, j. 21.09.2021, DJe 26.10.2021; REsp nº 2.095.475/SP, 4ª Turma, rel. Min. Antonio Carlos Ferreira, j. 09.04.2024, DJe 18.04.2024; e AgInt nos EDcl no REsp nº 1.740.266/SP, 3ª Turma, rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 20.05.2024, DJe 23.05.2024. A cadeia encontra-se compilada nos votos do REsp 2.207.934/RS; os REsps 1.224.159, 1.313.725 e 1.515.710 integram, igualmente, a atualização jurisprudencial de FRANÇA; ADAMEK. *Direito processual societário*, cit., p. 94, nota 207.

135 FRANÇA; ADAMEK. *Direito processual societário*, cit., p. 109; no mesmo sentido, ADAMEK, Marcelo Vieira von; ADAMEK, Carlos Vieira von. O alcance extintivo do

se com a ementa vencedora do REsp 2.207.934/RS, que reafirmou a interpretação sistemática dos arts. 159, 134, § 3º, e 286 e a eficácia liberatória ampla do *quitus*, "que continua a ser a regra no direito societário brasileiro, conforme doutrina e jurisprudência prevalentes".

O que confere consistência prática à condição de procedibilidade, contudo, não é apenas a sua enunciação reiterada, mas a barreira processual que a sustenta: o artigo 286 submete a ação anulatória ao prazo de dois anos, contados da deliberação. Embora o texto legal fale em prescrição, a melhor doutrina qualifica o prazo como decadencial[136]. E a qualificação está longe de ser neutra, pois o prazo decadencial não se suspende nem se interrompe. Já a redução do prazo, de três anos no regime do Decreto-Lei nº 2.627/1940 (artigo 156) para dois na lei vigente, demonstra "que o legislador houve por bem fixar um prazo mais abreviado para a ação de anulação, em atenção, sem dúvida, ao interesse na *estabilidade* daqueles atos"[137]. Na síntese do autor:

> Não se compreenderia, por derradeiro, que a Lei n. 6.404, em cuja sistemática a função social da empresa exerce papel tão relevante (cf., *v.g.*, o parágrafo único do art. 116 e o art. 154, *caput*), tivesse estabelecido, nos dispositivos ora estudados, um prazo prescricional sujeito a inúmeras interrupções, em face dos prejuízos que a anulação das deliberações pode acarretar ao bom funcionamento da empresa, e, conseqüentemente, à economia como um todo[138].

---

quitus diante de recente decisão do Superior Tribunal de Justiça: comentários ao Recurso Especial nº 1.741.338/SP. *In*: CUEVA, Ricardo Villas Bôas; DIDIER JR., Fredie (org.). *Processo Civil Empresarial e o Superior Tribunal de Justiça*. São Paulo: JusPodivm, 2021, pp. 465-496, esp. p. 486.

136 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2. ed., rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 128-130. Manteve-se, na transcrição, a ortografia do original.

137 FRANÇA. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A*, cit., p. 128.

138 FRANÇA. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A*, cit., p. 130.

Vê-se, pois, que a barreira processual não é acidente de percurso, mas peça constitutiva do regime do *quitus*: a estabilidade da exoneração é diretamente proporcional à estreiteza da via aberta para revertê-la. E essa via é estreita por tripla determinação. Primeiro, o biênio decadencial corre da deliberação, e não da ciência dos fatos, de modo que, descobertas as irregularidades depois de escoado o prazo, a deliberação aprobatória se estabiliza definitivamente e, com ela, a exoneração. Segundo, a anulação exige a alegação e a demonstração, pelo autor, de erro, dolo, fraude ou simulação, ônus particularmente severo quando se trata, por hipótese, de fatos deliberadamente ocultados das demonstrações financeiras. Terceiro, superada a anulatória, ainda se haverá de percorrer o *iter* do artigo 159 (deliberação assemblear e legitimações sucessivas) antes do exame do mérito indenizatório. A soma desses fatores pode tornar a reversão praticamente inviável justamente nas hipóteses mais graves, em que os fatos só vêm à tona após a aprovação.

Não se ignore, por fim, que a construção é objeto de contestação doutrinária consistente: observa-se, entre outros argumentos, que a exigência jamais poderia alcançar a substituição originária, cujo pressuposto é exatamente a discordância da minoria quanto à aprovação das contas, e que não há *venire contra factum proprium* do acionista que aprovou o balanço sem dispor de informações adequadas, pela singela razão de que não houve manifestação de vontade informada[139].

Ocorre que, no interior da própria jurisprudência, foi possível identificar a primeira fissura. No REsp 1.741.338/SP[140], relatado pela Ministra Nancy Andrighi e julgado por unanimidade em 26 de junho de 2018, a Terceira Turma dispensou a prévia anulação das

139 FRAZÃO, Ana. Repercussões da autorização e da ratificação de atos da administração pela Assembleia Geral. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana *et al. Lei das Sociedades Anônimas comentada*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2024, pp. 731-732.

140 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3ª Turma). *Recurso Especial nº 1.741.338/SP* (2016/0147156-2). Relatora: Min. Nancy Andrighi. Julgado em: 26 jun. 2018. DJe: 29 jun. 2018.

deliberações quando os atos causadores dos danos não se restringem a irregularidades refletidas no balanço patrimonial ou no de resultado econômico. Cuidava-se, na origem, de ação de dissolução parcial de sociedade limitada, em que a própria sociedade apresentou reconvenção para responsabilizar o sócio retirante pelos prejuízos causados durante o exercício de suas funções como administrador. Os atos imputados a ele eram, em sua maioria, alheios à confecção das demonstrações financeiras, incluindo o descumprimento de acordo de acionistas, deficiência de controles internos de remessa de produtos, utilização indevida de créditos fiscais, recolhimento equivocado de tributos e má gestão de estoques. O Tribunal de Justiça de São Paulo, ao julgar a reconvenção, reconheceu a decadência por entender que o prazo bienal do artigo 1.078, § 4º, da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002("Código Civil") estava consumado, e que a prévia anulação dessas deliberações era pressuposto inafastável da pretensão indenizatória. O STJ reformou esse entendimento, alegando que os danos imputados ao administrador não se circunscreviam a irregularidades relacionadas ao balanço patrimonial ou ao de resultado econômico, concluindo a relatora que era desnecessário deduzir, previamente, pedido de anulação das deliberações assembleares. Além disso, afastou a incidência do prazo extintivo do § 4º em favor do prazo trienal de responsabilidade civil do artigo 206, § 3º, do mesmo código.

No entanto, no REsp 2.207.934/RS a decisão ocorreu em sentido contrário, e é sob essa tensão que ele será examinado no capítulo seguinte.

4. A DISSIDÊNCIA INTERNA NO STJ E SEUS VETORES

À fissura aberta pelo REsp 1.741.338/SP, com a qual se encerrou o capítulo anterior, sucedeu-se, quase oito anos depois, o caso que levaria a tensão entre a regra consolidada e a sua relativização. No REsp 2.207.934/RS, discutiu-se se a exigência de prévia anulação das contas subsiste quando a pretensão indenizatória se funda em alegada prática de corrupção corporativa, hipótese em que o argumento da fraude,

em tese, tanto poderia servir para afastar a via anulatória quanto para justamente atrair a sua incidência, a depender da interpretação dada ao artigo 134, § 3º da Lei das S.A. O julgamento, concluído em 11 de novembro de 2025 pela Terceira Turma do Superior Tribunal de Justiça, não foi unânime e a dissidência interna que o atravessou organiza-se em torno de dois vetores: a dispensabilidade, no caso concreto, da prévia anulação da deliberação assemblear da aprovação das contas, e o alcance objetivo da exoneração de responsabilidade dos administradores.

4.1. RESP 2.207.934/RS - *LEADING CASE*: O *QUITUS* DIANTE DA CORRUPÇÃO CORPORATIVA

A ação de responsabilidade civil que deu origem ao Recurso Especial objeto deste capítulo narrou que, em 2015, os controladores de um grupo econômico descobriram, ao acaso, indícios de que os ex-diretores, responsáveis pela comercialização de energia elétrica do grupo, recebiam vantagens ilícitas para a celebração de contratos que permitiam à sua principal compradora adquirir energia por valor incompatível com o de mercado. O esquema, qualificado pelas autoras como corrupção corporativa, teria movimentado, entre 2012 e 2015, quantia próxima a cem milhões de reais.

O juízo de primeiro grau extinguiu o processo sem resolução do mérito, por falta de condição de procedibilidade, sob o fundamento de que as autoras não haviam promovido, antes do ajuizamento da ação indenizatória, a anulação das deliberações que aprovaram as contas dos administradores nos exercícios correspondentes. O Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul manteve a sentença, rejeitando dois argumentos centrais da apelação. Primeiro, o de que os atos lesivos teriam ocorrido "por fora" das respectivas companhias, sem registro nos balanços sociais, o que, à semelhança do decidido no REsp 1.741.338/SP, afastaria a exigência de prévia anulação. Segundo o de que, com relação à sociedade empresária que os acusados administravam, as assembleias gerais ordinárias relativas

aos exercícios de 2012 a 2015 nem chegaram a se realizar, de sorte que não haveria deliberação alguma a anular. No entanto, a decisão do Tribunal de Justiça estabeleceu-se no sentido de que a omissão não socorreria as autoras, porque a convocação anual da assembleia geral ordinária é seu dever legal (conforme estipulado no artigo 123 da Lei das S.A.), não se podendo "consagrar a omissão da apelante quanto a mister que incumbe à sociedade anônima".[141]

É nesse cenário que o recurso especial chega ao STJ, com o propósito assim delimitado: determinar se, na hipótese de alegada prática de atos de corrupção corporativa, a propositura da ação social depende, como condição de procedibilidade, da prévia anulação da aprovação de contas. O REsp 2.207.934/RS converte-se, assim, em *leading case* acerca da exigência da referida anulação na hipótese de alegada prática de atos de corrupção corporativa.

4.2. *RATIO DECIDENDI* E ENTENDIMENTO FIRMADO NO STJ

A relatora, Ministra Nancy Andrighi, sintetiza o caso em dois vetores, "a prescindibilidade, na hipótese concreta, da prévia anulação da decisão assemblear (...) e o alcance da exoneração prevista no artigo 134, § 3º"[142]. Em relação a esses impasses, a relatora votou por conhecer parcialmente do recurso. Para a Ministra, a exigência jurisprudencial, ainda que consolidada, pressupõe que o dano indenizável decorra de atos do administrador submetidos à aprovação assemblear.

A corrupção corporativa, no entanto, não integra a administração da companhia, nem se reflete na documentação contábil, de modo que a condição de procedibilidade não incidiria sobre a hipótese. O raciocínio da relatora é reforçado pela circunstância de que, quanto à sociedade empresária administrada pelos acusados, nunca houve

141 Acórdão do Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul (TJRS), conforme transcrito no relatório e no voto da relatora do Recurso Especial nº 2.207.934/RS (STJ), e-STJ, fls. 4754-4762, 4764-4772 e 4802.

142 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3ª Turma). *Recurso Especial nº 2.207.934/RS*, cit. As transcrições feitas neste passo provêm do aditamento ao voto vencido da relatora (item 4).

aprovação de contas nos exercícios discutidos, de forma que exigir a anulação de um ato que sequer existiu seria, em suas palavras, "contrário à razão". Em relação ao segundo vetor, do alcance objetivo da exoneração, a relatora sustentou que o efeito liberatório deveria restringir-se aos atos efetivamente submetidos ao conhecimento da assembleia, sob pena de conferir aos administradores uma "blindagem" incompatível com os deveres de diligência (arts. 153 e 154), lealdade (artigo 155) e informação (artigo 157).

A Ministra, em seu voto, cita Ana Frazão, que sustenta que a aprovação assemblear prévia não pode representar uma exoneração de responsabilidade, com a consequente anulação de sua ação correspondente, uma vez que a aprovação de contas é um procedimento abrangente, que não trata dos pormenores das operações realizadas pelos administradores, sendo estes desconhecidos pelos acionistas.[143]

O voto vencedor, no entanto, amparado na doutrina de Vio e Sasseron, replicou que o *quitus* "incide sobre todos os atos de gestão dos administradores da companhia no exercício social objeto de escrutínio"[144], e não apenas sobre os regulares, estes já cobertos, independentemente de aprovação assemblear, pela exclusão de responsabilidade do artigo 158, *caput.* Para os ministros que deliberaram em conformidade com esta corrente, restringir o artigo 134, § 3º aos atos regulares equivaleria a "esvaziar completamente o sentido" do dispositivo. Nessa leitura, a simulação alegada pelas autoras da ação não escapa à regra do *quitus*, amolda-se, ao contrário, exatamente à hipótese que o próprio dispositivo prevê como fundamento da via excepcional, a anulatória do artigo 286, e não como causa de sua superação. O voto vencedor cuidou, ainda, de afastar a aplicação analógica do REsp 1.741.338/SP, por entender que o artigo 1.078, § 3º, do Código Civil, ao mencionar apenas "balanço patrimonial" e "resultado econômico", tem alcance textual mais estreito do que o

143 FRAZÃO. Repercussões da autorização e da ratificação de atos da administração pela Assembleia Geral, cit., pp. 731-732.

144 VIO; SASSERON. Contas, *quitus* e responsabilidade dos administradores, cit., pp. 215-216, conforme transcrito no voto vencedor.

artigo 134, § 3º, que se refere também às "contas" e, por extensão, aos atos de gestão nela compreendidos.

Sendo assim, o voto vencedor rejeitou ambos os argumentos, pois para ele: (i) a aprovação das contas é inseparável da gestão que as produziu, não havendo como excluir do seu alcance os atos praticados "por fora"; e (ii) a ausência de assembleias não deve ser fator utilizado em favor das autoras, porque a convocação anual é dever legal cujo descumprimento não pode ser invocado pela própria companhia inadimplente para se livrar da condição de procedibilidade que, doutro modo, lhe seria oponível.

Portanto, o que se depreende do entendimento firmado no STJ é de que o *quitus* é "declaração unilateral e não receptícia de vontade", cuja exoneração somente é afastada por erro, dolo, fraude ou simulação, vícios que abrem a via anulatória, e não a dispensam; e o caso concreto, por versar sobre "atos simulados", "amolda-se perfeitamente à hipótese normativa descrita na parte final do artigo 134, § 3º",[145] recomendando (e não dispensando) a prévia anulação. O REsp 2.207.934/RS fecha, assim, por maioria e não sem dissenso interno relevante, exatamente a fissura que o REsp 1.741.338/SP havia aberto: nem a imputação de corrupção corporativa basta para dispensar a desconstituição prévia da deliberação que aprovou as contas para impedir a aplicação do *quitus*.

5. A CONTRAPOSIÇÃO DO PL 2.925/2023: O § 3º-A DO ARTIGO 134

No cenário do entrincheiramento jurisprudencial reconstituído nos Capítulos 3 e 4, o PL 2.925/2023 surge como evidência institucional da insatisfação com o regime.[146] Apresentado pelo Poder Executivo em 2

145 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3ª Turma). *Recurso Especial nº 2.207.934/RS*, cit. As transcrições feitas neste passo provêm da ementa do acórdão (itens 5 e 6).

146 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 2.925, de 2023. Altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, para dispor sobre a transparência em processos arbitrais e o sistema de tutela privada de direitos de investidores do mercado de valores mobiliários. Brasília, DF: Câmara

de junho de 2023, com Exposição de Motivos subscrita pelo Ministro da Fazenda, Fernando Haddad, e elaborado a partir de discussões técnicas envolvendo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), especialistas do mercado de capitais e contribuições alinhadas às recomendações da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o projeto busca enfrentar fragilidades historicamente identificadas no sistema brasileiro de responsabilização de administradores e acionistas controladores.[147] Embora o projeto proponha alterações em diversos dispositivos da Lei nº 6.385/1976 e da Lei das S.A., abrangendo-se temas como ações coletivas de investidores, arbitragem societária, transações com partes relacionadas e ações de responsabilidade contra administradores e controladores,[148] desse conjunto, interessa a este capítulo exclusivamente a alteração promovida no artigo 134 da Lei das S.A.: a nova redação do § 3º e o acréscimo do § 3º-A, dispositivos em que se concentra a resposta legislativa ao núcleo do *quitus* examinado nos capítulos anteriores.

Conforme demonstrado, o modelo atualmente vigente estabelece uma vinculação entre a aprovação das demonstrações financeiras e a exoneração de responsabilidade dos administradores.[149] A redação atual do artigo 134, § 3º, da Lei das S.A. dispõe que a aprovação das contas e das demonstrações financeiras, sem reservas, exonera os administradores de responsabilidade, ressalvadas as hipóteses de erro, dolo, fraude ou simulação.[150] A jurisprudência consolidou essa interpretação ao reconhecer que eventual ação de responsabilidade depende, previamente, da anulação da deliberação assemblear que

dos Deputados, 2023. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2367629. Acesso em: 25 jun. 2026.

147 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 2.925, de 2023, cit.

148 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 2.925, de 2023, cit.

149 MENDONÇA, Ana Luiza Guimarães. *Necessidade de prévia anulação da deliberação de aprovação de contas dos administradores de sociedades anônimas para a propositura de ação de responsabilidade*. 2023. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2023, p. 37.

150 BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, art. 134, § 3º.

aprovou as contas.[151] Esse entendimento foi reafirmado, em novembro de 2025, no julgamento do REsp nº 2.207.934/RS, conforme evidenciado no Capítulo 4.

O PL nº 2.925/2023, por sua vez, propõe uma ruptura significativa com essa lógica.[152] A nova redação sugerida para o § 3º do artigo 134 estabelece expressamente que a aprovação das demonstrações financeiras e das contas não exonera automaticamente os administradores e fiscais de responsabilização.[153] Em paralelo, o projeto cria o § 3º-A, segundo o qual a assembleia geral poderá exonerar administradores e fiscais mediante deliberação específica, expressamente prevista na ordem do dia, relativamente aos fatos ocorridos durante o exercício de sua gestão e devidamente especificados.[154] A lógica subjacente à proposta legislativa parece ser evidente: ao desvincular a aprovação das contas da exoneração automática dos administradores, busca-se impedir que uma deliberação voltada primordialmente à análise das contas da administração e demonstrações financeiras produza, simultaneamente, efeitos sobre a responsabilização dos gestores.[155] A proposta pretende tornar mais transparente a decisão assemblear, exigindo-se que os acionistas deliberem especificamente sobre a concessão ou não do *quitus*, permitindo que a matéria seja debatida de forma autônoma e consciente.[156]

A crítica à suficiência da reforma proposta foi desenvolvida por Brega e Alves[157], que analisam especificamente as alterações promovidas pelo PL nº 2.925/2023 no regime do *quitus*. Segundo os

151 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3ª Turma). *Recurso Especial nº 2.207.934/RS*, cit.; *Recurso Especial nº 257.573/DF*, cit.

152 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 2.925, de 2023, cit.

153 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 2.925, de 2023, cit.

154 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 2.925, de 2023, cit.

155 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 2.925, de 2023, cit.

156 ALBUQUERQUE, Rafael Gonçalves de. PL 2.925 e o avanço da governança corporativa no Brasil. *Migalhas*, São Paulo, 11 jun. 2024. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/409014/pl-2-925-e-o-avanco-da-governanca-corporativa-no-brasil. Acesso em: 25 jun. 2026.

157 BREGA; ALVES. A (quase) extinção do quitus pelo PL 2.925/2023, cit.

autores, a proposta possui o mérito de romper formalmente com o modelo atualmente vigente, no qual a aprovação das contas produz automaticamente a exoneração dos administradores, mas demonstra certa hesitação em abolir de forma efetiva a lógica da exoneração prévia de responsabilidade existente no direito societário brasileiro.[158] Para os autores, a principal virtude da alteração consiste em exigir que a matéria seja objeto de discussão autônoma e expressa na assembleia geral, evitando-se que a exoneração decorra automaticamente da mera aprovação das demonstrações financeiras.[159]

Brega e Alves destacam que o sistema atualmente em vigor apresenta problemas em um contexto de controle societário concentrado, característica predominante das companhias brasileiras. Nessas situações, a reduzida participação dos acionistas minoritários nas assembleias e a influência exercida pelo acionista controlador frequentemente conduzem à aprovação automática das contas, produzindo-se simultaneamente o efeito exoneratório do *quitus*. Como consequência, torna-se extremamente difícil a propositura de ações de responsabilidade contra administradores, uma vez que a jurisprudência consolidada exige a prévia anulação da deliberação assemblear que aprovou as contas como condição para o ajuizamento da demanda indenizatória. Nessa perspectiva, reconhecem que a nova redação do artigo 134 da Lei das S.A. representaria, em princípio, garantias importantes ao desvincular a aprovação das contas da exoneração automática.[160] Todavia, observam que a inclusão do § 3º-A revela certa relutância do legislador em abandonar definitivamente o instituto do *quitus* - conforme sustentam, a solução proposta mantém a possibilidade de exoneração prévia dos administradores, exigindo apenas que ela ocorra por meio de deliberação específica. Em termos práticos, seria suficiente incluir o tema na ordem do dia da assembleia geral e registrar a deliberação na respectiva ata para

158 BREGA; ALVES. A (quase) extinção do quitus pelo PL 2.925/2023, cit.
159 BREGA; ALVES. A (quase) extinção do quitus pelo PL 2.925/2023, cit.
160 BREGA; ALVES. A (quase) extinção do quitus pelo PL 2.925/2023, cit.

que os administradores continuassem obtendo proteção semelhante à atualmente conferida pelo sistema vigente.[161]

Nesse ponto, surgem outras reflexões de ordem prática, que se somam à crítica de Brega e Alves e dizem respeito à própria dinâmica do exercício do voto pelos acionistas quanto à exoneração específica prevista no § 3º-A.

Uma primeira reflexão concerne à forma pela qual os acionistas discordantes tenderão a se posicionar. O regime vigente já contempla a aprovação "com reservas" como hipótese apta a afastar o efeito exoneratório, sem que, para tanto, seja necessária a rejeição das contas. Tudo indica que a prática sob o § 3º-A seguirá lógica semelhante: os acionistas que pretendam preservar a possibilidade de responsabilização futura provavelmente optarão por registrar reservas expressas em ata quando da deliberação específica sobre a exoneração ou, em alternativa mais drástica, pela simples reprovação da matéria, evitando-se, em ambos os casos, o efeito liberatório. A escolha entre uma via e outra não é indiferente: a reserva expressa permite aprovar a gestão sem conceder o *quitus* quanto a fatos específicos, ao passo que a reprovação afasta a exoneração por completo, ainda que às custas de um posicionamento mais conflituoso perante a administração.

Uma segunda reflexão, ainda mais delicada, refere-se à qualificação do voto pela reprovação. O § 3º-A exige que a exoneração, quando concedida, esteja relacionada a fatos "devidamente especificados", de modo que o voto favorável à quitação pressupõe a identificação concreta do que se está a exonerar. Não é claro, porém, se o voto contrário deverá observar exigência simétrica: bastará um voto de mera vontade, isto é, a manifestação de reprovação desacompanhada de qualquer justificativa sobre fatos concretos, ou se exigirá um voto de verdade[162], que imponha ao acionista dissidente

161 BREGA; ALVES. A (quase) extinção do quitus pelo PL 2.925/2023, cit.

162 A distinção entre "voto de verdade" e "voto de vontade" encontra fundamento doutrinário consolidado. Enquanto o voto de vontade encerra uma decisão de conveniência econômica e negocial — como a deliberação sobre aumento de capital social —, o voto de verdade caracteriza-se por ser uma valoração sobre fatos e dados concretos, como a licitude da conduta dos administradores. A consequência prática

a exposição efetiva das razões pelas quais reprova a exoneração? A letra do dispositivo não resolve a questão, de modo que caberá à jurisprudência, tal como já ocorreu em relação ao artigo 134, § 3º vigente, delimitar os contornos práticos dessa exigência.

Por fim, cabe questionar se, na busca de um tratamento mais protetivo aos acionistas minoritários, o legislador não acaba por introduzir insegurança na própria função do administrador. Se a exoneração depende de deliberação específica sobre fatos determinados, e a reprovação dessa deliberação permanece sujeita a contornos ainda incertos, inclusive quanto à necessidade de motivação, o administrador passa a conviver com grau de incerteza superior ao atual sobre as condições em que poderá encerrar sua responsabilidade por determinado exercício social. Entre o excesso de proteção ao administrador verificado no regime da exoneração automática e a instabilidade que a nova sistemática pode gerar para o exercício da função, reside, uma vez mais, o desafio essencial de qualquer reforma do instituto do *quitus*: equilibrar a tutela dos acionistas minoritários com a previsibilidade indispensável ao exercício da administração societária.

Essa crítica demonstra que, embora a alteração gere a possibilidade de um "aprimoramento procedimental", ela não altera de forma substancial os incentivos que levam à aprovação do *quitus*. Nessas sociedades que operam pela concentração do controle acionário, a exigência de uma deliberação específica dificilmente impedirá que a exoneração seja concedida quando houver alinhamento entre administradores e acionistas controladores. Em outras palavras, a reforma modifica a forma pela qual o *quitus* é concedido, mas não necessariamente suas consequências práticas ou a dinâmica de poder que sustenta sua aprovação.

---

mais relevante é que, quando qualificada como voto de verdade, a deliberação não admite que os acionistas se vinculem previamente, de modo abstrato, a aprovar ou rejeitar a matéria, independentemente do conteúdo a ser efetivamente apresentado. *Cf.* CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 3, cit., p. 434; VIO; SASSERON. Contas, *quitus* e responsabilidade dos administradores, cit., pp. 211-212.

6. CONCLUSÃO

Diante do exposto, confirma-se o contraste anunciado de início: a consolidação jurisprudencial do *quitus* e a reforma projetada pelo PL 2.925/2023 correm em sentidos divergentes. A Lei das S.A. chega aos cinquenta anos com o efeito exoneratório do artigo 134, § 3º preservado em sua amplitude original, qualificado pela doutrina e pela jurisprudência prevalentes como a regra do direito societário brasileiro[163], ao passo que tramita projeto destinado a desmontar precisamente esse núcleo.

No plano jurisprudencial, o REsp 2.207.934/RS encerra o ciclo iniciado no REsp 257.573/DF e REsp 1.741.338/SP. A Terceira Turma reafirmou, por maioria, a eficácia liberatória ampla do *quitus* e a prévia anulação da deliberação que aprovou as contas como condição de procedibilidade da ação social de responsabilidade, fundada na construção extraída da interpretação sistemática de três planos que não se confundem: a deliberação assemblear prévia (artigo 159), o efeito exoneratório (artigo 134, § 3º) e a barreira processual sujeita ao biênio decadencial (artigo 286). Assentou-se, ademais, que nem a imputação de corrupção corporativa afasta a exigência: a simulação alegada não dispensa a via anulatória, antes se amolda à hipótese que a parte final do artigo 134, § 3º reserva para atraí-la.

No plano legislativo, o PL 2.925/2023 responde alterando o artigo 134: o novo § 3º dispõe que a aprovação das contas não mais exonera administradores e fiscais, e o § 3º-A condiciona a exoneração a deliberação específica e expressa na ordem do dia. É resposta circunscrita ao plano material do efeito exoneratório. Como observam Brega e Alves[164], a proposta rompe formalmente com a exoneração automática, mas, ao conservar no § 3º-A a possibilidade de exoneração prévia, não altera de modo substancial os incentivos que, no controle concentrado próprio das companhias brasileiras, conduzem à

163 FRANÇA; ADAMEK. *Direito processual societário,* cit., p. 109.

164 BREGA; ALVES. A (quase) extinção do quitus pelo PL 2.925/2023, cit.

concessão do *quitus*: muda a forma pela qual ele é concedido, não a dinâmica de poder que sustenta a sua aprovação.

No plano prático, subsistem incertezas que a reforma não resolve por si só. Como se procurou demonstrar, os acionistas discordantes poderão optar por registrar reserva expressa ou pela simples reprovação da deliberação de exoneração, e não é claro se essa reprovação exigirá, à semelhança da concessão do *quitus*, motivação vinculada a fatos concretos, ou se bastará um voto de mera vontade, questão que a jurisprudência ainda terá de enfrentar. Nesse cenário, a busca por maior proteção aos acionistas minoritários pode, paradoxalmente, gerar insegurança à própria função do administrador, cujas condições de exoneração permanecerão incertas até que a prática assemblear e os tribunais deem contornos mais precisos ao novo regime.

Daí o descompasso que este artigo procurou evidenciar. A reafirmação jurisprudencial e a reforma movem-se em direções contrárias, mas não sobre o mesmo terreno: aquela opera sobre a articulação dos três planos, esta incide sobre apenas um, o artigo 134, § 3º. Por isso a doutrina pôde falar em (quase) extinção do *quitus*, e não em extinção[165]: ainda que aprovado o projeto, a deliberação do § 3º-A permaneceria apta a produzir, naquele ambiente, efeito liberatório análogo ao atual. Cinquenta anos depois, o instituto que Orlando Gomes já recomendava regular em termos que não facilitassem a quitação[166] segue no centro da tensão entre a estabilidade que a Lei das S.A. confere aos atos sociais e a efetividade dos seus instrumentos de responsabilização.

165 BREGA; ALVES. A (quase) extinção do quitus pelo PL 2.925/2023, cit.

166 GOMES. Responsabilidade dos administradores de sociedades por ações, cit., pp. 13-14.

AUTONOMIA ESTATUTÁRIA E SELEÇÃO INDIRETA DE ACIONISTAS NA SOCIEDADE ANÔNIMA FECHADA: LIMITES À CIRCULAÇÃO DE AÇÕES EM SITUAÇÕES DE DIVÓRCIO E FALECIMENTO DE ACIONISTA

José Elias Alvarenga de Pádua[167]

Bruno Braga Araújo Campos[168]

INTRODUÇÃO

Enquanto na sociedade limitada a entrada de terceiros pode ser diretamente controlada[169], na sociedade anônima esse controle, quando existente, só pode ser exercido de forma indireta - e dentro de limites significativamente mais rigorosos.

A crescente sofisticação das estruturas societárias no Brasil, especialmente no âmbito das companhias fechadas de controle concentrado, tem fomentado discussões acerca da correta interpretação das normas do direito societário frente aos novos arranjos, que se dedicam, inclusive, a organização e sucessão de patrimônio familiar.

O prisma dessas discussões está no alto volume de sociedades anônimas fechadas que se caracterizam pelo relacionamento pessoal dos acionistas como principal motivador de associação. Assim, há uma

167 Advogado. Mestre em Direito Empresarial pela UFMG e Especialista em Direito de Empresa pela PUC Minas.

168 Advogado. Graduado em Direito pela UFMG. Graduando em Ciências Contábeis pela UFMG.

169 A sociedade limitada é considerada pela doutrina como tipo societário híbrido, dado que é marcada pela grande vinculação dos contratantes (sócios), ao mesmo tempo que o aporte de capital pode ser o principal fator de agregação. Esse caráter híbrido foi ignorado pelo legislador ao estipular as regras aplicáveis às sociedades limitadas. - PELUSO, Cezar (coord.). *Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência: Lei n. 10.406, de 10.01.2002*. 19. ed. Barueri: Manole, 2025.p. 967 – Consubstanciada na ótica personalíssima das sociedades limitadas, há diversas previsões que permitem a promoção de alterações no quadro societário das sociedades limitadas com base na vontade ou não de associar-se, à exemplo do direito de retirada (art. 1.029/CC), exclusão de sócio por atos de inegável gravidade (art. 1.030/CC) e vedação de ingresso de sucessores de sócio falecido (art. 1.028/CC).

quebra do conceito clássico do tipo societário de sociedade anônima como uma sociedade puramente de capital, causando uma revisão sistémica da interpretação das normas aplicáveis a este tipo societário e ao relacionamento entre os acionistas.

Na abordagem tradicional da sociedade anônima, fundada em sua natureza institucional, a tendência é minimizar a relevância da pessoa do acionista, enfatizando a livre transmissibilidade das ações como consequência lógica desse modelo. Tal leitura, desenvolvida a partir da experiência das companhias abertas e da dispersão acionária, conduz à ideia de que a circulação das ações deve ocorrer com o mínimo de restrições, sendo a identidade do titular, em princípio, juridicamente indiferente.

É precisamente na tensão entre esses dois modelos - contratual e institucional - que se insere o problema das companhias fechadas. Embora formalmente submetidas ao regime da sociedade anônima, essas estruturas frequentemente operam com características típicas de pessoas, nas quais a identidade dos sócios e a estabilidade do controle assumem papel central. Se por um lado não é possível a importação direta das soluções da sociedade limitada, por outro, a aplicação irrestrita da lógica institucional clássica é insuficiente para lidar com situações de transferências involuntárias de ações.

Um exemplo típico é a transferência involuntária de ações em decorrência de partilha em divórcio[170] ou inventário. A atribuição de participação societária a ex-cônjuge ou herdeiro pode resultar na inclusão, no quadro acionário, de sujeito estranho à lógica econômica, estratégica e relacional que sustenta a organização da companhia, sendo essa última, em diversos casos, fator propulsor da própria constituição da sociedade.

170 Esclareça-se que o divórcio, no sentido de dissolução do vínculo conjugal, também deverá ser compreendido ao longo deste trabalho como dissolução de união estável, equiparável ao casamento sob o regimento de comunhão parcial de bens, se outro não tiver sido diversamente estipulado por escrito, nos termos do art. 1.725 do Código Civil.

O problema não é episódico. Em estruturas familiares[171], como as *holdings*[172] (tanto as patrimoniais como as que funcionam como veículos de investimento ou arranjos voltados à preservação de patrimônio familiar), a entrada de terceiros por imposição judicial pode comprometer a estabilidade da governança, alterar dinâmicas decisórias e introduzir assimetrias informacionais relevantes. Trata-se, portanto, de fenômeno que transcende o plano individual do conflito conjugal ou familiar, projetando efeitos estruturais sobre a própria organização societária.

Como atenuante do risco de sucessão, no ordenamento jurídico brasileiro, há, evidentemente, a existência de mecanismos aptos a prevenir a comunicação patrimonial entre cônjuges e a mitigar os efeitos societários do divórcio. É o caso, por exemplo, do casamento sob regime de separação de bens, com pacto antenupcial disciplinando de forma clara eventual partilha; da transferência de ações, por doação ou testamento, com cláusula de incomunicabilidade; e, ainda, de estruturas voltadas a impedir, total ou parcialmente, o ingresso indesejado de herdeiros na companhia via testamento, quando há parcela disponível do patrimônio suficiente a garantir os direitos dos herdeiros necessários. O tema enfrentado neste trabalho, contudo, restringe-se às hipóteses em que os acionistas de uma companhia

171 Estimativas indicam que empresas familiares representam cerca de 90% das empresas brasileiras, sendo responsáveis por parcela significativa do PIB e da geração de empregos, o que reforça a relevância prática de mecanismos de governança voltados à preservação do controle e à estabilidade societária. Nesse sentido, ver: SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS (SEBRAE). Empresas familiares: pesquisa de opinião. Brasília, DF: SEBRAE, abr. 2017 **e** PETRONI, Maju. Empresas familiares representam 90% dos empreendimentos no Brasil. Jornal da USP, São Paulo, 18 out. 2018. Disponível em: https://jornal.usp.br/atualidades/atualidades-em-dia-com-o-direito-boletim-18-10-empresas-familiares-representam-90-dos-empreendimentos-no-brasil/. Acesso em: 20 maio 2026.

172 "A *holding* familiar, assim, possibilita a proteção do patrimônio familiar e da continuidade do negócio por meio de uma organização societária, permitindo que seu fundador idealize a sucessão ainda em vida e antecipe o que seria objeto de um inventário, que, na grande maioria dos casos, dura longos anos e ameaça a continuidade da empresa" (MATOS, Ana Carla Harmatiuk, HÜMMELGEN, Isabela. *Notas sobre as relações de gênero no planejamento sucessório*. In: Arquitetura do planejamento sucessório / Daniele Chaves Teixeira (Coord.). 3ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 71).

familiar fechada se encontrem submetidos a regimes de comunhão de bens, parcial ou universal, ou não disponham de patrimônio disponível suficiente para neutralizar os efeitos sucessórios e conjugais sobre a estrutura societária. Nesses casos, torna-se necessário investigar a viabilidade, os pressupostos e os limites jurídicos de mecanismos de seleção indireta de acionistas.

O problema central deste artigo pode ser simplificado pelo seguinte questionamento: em que medida o estatuto ou um contrato parassocial de uma sociedade anônima fechada pode estabelecer mecanismos que, diante de possíveis transferências involuntárias de ações - especialmente aquelas decorrentes de partilha em divórcio ou de sucessão *causa mortis* - impeçam ou limitem a permanência do adquirente no quadro acionário, sem violar a natureza institucional da companhia, os direitos essenciais do acionista e a proteção patrimonial assegurada pelo direito de família e das sucessões?

Ao enfrentar esse problema, o presente trabalho busca sistematizar critérios jurídicos que permitam compatibilizar a proteção patrimonial do ex-cônjuge e do herdeiro com a preservação da estrutura e funcionalidade da sociedade anônima fechada, oferecendo parâmetros interpretativos mais seguros para a prática societária.

RELEITURA DA NATUREZA INSTITUCIONAL DAS COMPANHIAS FECHADAS

A caracterização da sociedade anônima como instituição, e não como simples contrato, constitui um dos pilares da teoria societária moderna. A companhia não se limita à coordenação de interesses individuais, mas se apresenta como uma organização dotada de finalidade própria, cuja disciplina transcende a vontade dos acionistas[173].

173 "A sociedade anônima não é um contrato, mas uma instituição, isto é, uma organização de interesses que se impõe aos próprios sócios e cuja disciplina jurídica não pode ser inteiramente submetida à autonomia da vontade." COMPARATO, Fábio Konder. "A natureza da sociedade anônima e a teoria da empresa". In: Revista

O regime jurídico da companhia se estrutura, tradicionalmente, como um verdadeiro estatuto organizacional da empresa, no qual a autonomia privada encontra limites claros na preservação da função econômica da sociedade[174]. Um dos desdobramentos mais relevantes dessa construção é a progressiva despersonalização do vínculo societário. A posição jurídica do acionista não está ancorada em sua identidade subjetiva, mas na titularidade de ações, que representada o capital empregado para desenvolvimento da pessoa jurídica.

A livre circulação das ações emerge, assim, como consequência necessária da institucionalidade. Trata-se de elemento central do tipo societário, cuja preservação condiciona a validade de mecanismos restritivos. A companhia nasceu como instrumento de agregação de capitais dispersos[175] e posteriormente foi apropriada por estruturas fechadas, demonstrando que a lógica da circulação precede a adaptação contratualista do modelo[176].

Cabe lembrar, aliás, que a classificação entre sociedades de pessoas, sociedades de capitais e sociedades híbridas possui natureza predominantemente acadêmica, não estando rigidamente vinculada ao tipo societário adotado. Tanto isso é verdade que, além da

---

de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976, n. 24; idem, *O poder de controle na sociedade anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

174 Modesto Carvalhosa. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, v. 1.

175 "[...] O propósito, confessadamente repetido pelos autores do projeto de reforma, como das próprias autoridades governamentais, foi o de criar a estrutura da grande empresa brasileira. Acusa-se, por isso, o sistema da lei atual de ter relegado a segundo plano a pequena e a média empresas constituídas como sociedades anônima, fechada e personalista, e que representam a massa de sociedades mercantis hoje existentes no Brasil". (REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direitos Comercial.* v. 2. 21 ed. São Paulo, Saraiva, 1998. pp. 14-15)

176 FORGIONI, Paula Andrea. A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado. 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

doutrina[177], a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça[178-179-180], antes mesmo do Código de Processo Civil de 2015, já reconhecia a possibilidade de sociedades anônimas assumirem a classificação de sociedade de pessoas.

Nesse contexto, não é necessário rejeitar a natureza institucional da sociedade anônima para acomodar mecanismos típicos de características personalíssimas[181], mas sua releitura em chave funcional[182]. A institucionalidade deixa de ser um obstáculo e passa a ser um instrumento, superando-se, com isso, a ideia de indiferença absoluta quanto à pessoa do acionista. A institucionalidade não exige

177 "E se nas companhias abertas a *affectio societatis* praticamente inexistente entre os acionistas meramente investidores (que aproveitam oportunidades de mercado para comprar e vender ações em curto espaço de tempo), nos acordos de voto destinados a formar o grupo de controle muitas vezes ela se revela com elevada intensidade. Também nas sociedades controladoras de grupo de empresas familiares, por exemplo, a *affectio societatis* apresenta-se extremamente importante (VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Empresarial*. 1ª ed. Malheiros: São Paulo, 2010).

178 "[...]em se tratando de companhia familiar, o regular desenvolvimento da atividade empresarial se mostra umbilicalmente atrelado à manutenção da *affectio societatis*, isto é, na confiança recíproca entre os sócios. [...]" (STJ. REsp. 1.303.284/PR. Rel. Ministra Nancy Andrighi. Terceira Turma. Data de julgamento: 16/04/2013. DJe 13/05/2013).

179 "[...] nada obstante a sociedade ser anônima, os sócios foram congregados, quando da sua constituição, por motivações pessoais, agindo, substancialmente, como força atrativa, a afeição recíproca e a mútua confiança que permeava entre eles. [...]" (STJ. REsp 111.294/PR. Rel. Ministro Barros Monteiro. Quarta Turma. Julgado em 19/09/2000. DJe 28/05/2001).

180 "[...] a complexa realidade das relações negociais hodiernas potencializa a extensão do referido instituto às sociedades "circunstancialmente" anônimas, ou seja, àquelas que, em virtude de cláusulas estatutárias restritivas à livre circulação das ações, ostentam caráter familiar ou fechado, onde as qualidades pessoais dos sócios adquirem relevância para o desenvolvimento das atividades sociais ("affectio societatis")". (REsp 917.531/RS, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 17/11/2011, DJe 01/02/2012).

181 Na prática societária, a difusão dos acordos de acionistas por si só já revela um movimento consistente de reintrodução de elementos personalistas no interior da companhia (cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*. v. 3. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 74).

182 "A rigidez da distinção entre sociedades de pessoas e sociedades de capitais deve ser superada em favor de uma análise funcional, capaz de captar a diversidade de arranjos societários existentes na prática. (SALOMÃO FILHO, Calixto. *"Função social da empresa e disciplina das sociedades anônimas"*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1996, n. 104, p. 41).

neutralidade total em relação à composição do capital social, mas apenas a preservação de seus elementos estruturais.

Dentro desses limites, abre-se espaço para a construção de mecanismos jurídicos voltados à estabilização do quadro acionário, especialmente nas companhias fechadas. As normas aplicáveis as sociedades anônimas não preveem, de forma direta, a possibilidade de vedação de transferência de ações emitidas pela companhia para pessoa que passa a deter direitos patrimoniais sobre tal participação societária, de forma que, em primeira análise, a única alternativa possível consiste na regulação do exercício dos direitos conferidos pelas ações, seja no estatuto social ou em contrato parassociais.

Contudo, a mudança de perspectiva acerca da natureza das sociedades anônima fechada – que passa de uma sociedade puramente de capital para, em determinados casos, admitir uma interpretação híbrida – exige o estudo e desenvolvimento de mecanismos que permitam a seleção acionário.

Assim, dada a evolução do ordenamento em relação à natureza das sociedades anônimas fechada, além da construção de mecanismos que operam sobre a permanência de acionistas no quadro societário, abre-se a possibilidade da própria companhia e dos próprios acionistas definirem hipóteses que enfrentam diretamente a transferência de ações a terceiros estranhos ao arranjo societário planejado.

O CONTRASTE ESTRUTURAL COM A SOCIEDADE LIMITADA

A compreensão adequada das transferências involuntárias de ações em companhias fechadas exige contraste direto com o regime jurídico da sociedade limitada. Em larga medida, as dificuldades enfrentadas pela sociedade anônima decorrem precisamente da tentativa de importar soluções concebidas para um modelo societário estruturalmente diverso.

Na sociedade limitada, o ordenamento jurídico admite controle substancialmente mais intenso da composição subjetiva do quadro

societário[183]. A identidade dos sócios ocupa posição central, de modo que o contrato social não representa simples instrumento de organização patrimonial abstrata, mas verdadeiro pacto associativo diretamente vinculado à pessoa dos contratantes. Essa característica produz consequências relevantes em matéria de sucessão e partilha.

O artigo 1.028 do Código Civil[184], ao disciplinar a morte do sócio, estabelece como solução legal padrão a liquidação das quotas do falecido, salvo disposição contratual em sentido diverso, dissolução da sociedade ou acordo entre as partes para substituição do sócio. O herdeiro, dentro dessas regras, não possui direito absoluto de ingresso na sociedade.

O mesmo acontece nos casos de dissolução conjugal: o ex-cônjuge meeiro não ingressa automaticamente na sociedade limitada, que tem direito apenas ao correspondente valor econômico das quotas sociais[185].

Nas sociedades limitadas admite-se, portanto, proteção direta da composição subjetiva[186] da sociedade, razão pela qual mecanismos

183 Nos termos do artigo 1.057 do Código Civil: 'Na omissão do contrato, o sócio pode ceder sua quota, total ou parcialmente, a quem seja sócio, independentemente de audiência dos outros, ou a estranho, se não houver oposição de titulares de mais de um quarto do capital social'. Ainda, o artigo 1.028 [transcrito abaixo]; e, por fim, o artigo 1.031 estabelece: 'Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor de sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado'. Tais dispositivos evidenciam a natureza contratual da sociedade limitada e a possibilidade de controle direto do ingresso de terceiros, bem como a liquidação da participação societária em hipóteses de morte ou resolução em relação ao sócio.

184 Código Civil. Art. 1.028. "No caso de morte de sócio, liquidar-se-á sua quota, salvo: I - se o contrato dispuser diferentemente; II - se os sócios remanescentes optarem pela dissolução da sociedade; III - se, por acordo com os herdeiros, regular-se a substituição do sócio falecido".

185 Código Civil. Art. 1.027. "Os herdeiros do cônjuge de sócio, ou o cônjuge do que se separou judicialmente, não podem exigir desde logo a parte que lhes couber na quota social, mas concorrer à divisão periódica dos lucros, até que se liquide a sociedade".

186 "[...] na diferença fundamental de natureza entre as sociedades por ações e as sociedades ditas de pessoas, consistente no fato de que, nestas, subsiste sempre um vínculo contratual entre pessoas determinadas, enquanto naquelas o que prevalece são posições acionárias, com a fungibilidade dos acionistas". (COMPARATO, Fábio Konder. *Da imprescritibilidade da ação direta de nulidade de norma estatutária*. In: *Novos*

como bloqueio de ingresso de terceiros, liquidação compulsória de quotas, exclusão de sócios e a manutenção da relação personalíssima entre os sócios revelam-se compatíveis com a estrutura jurídica da limitada.

A situação da companhia é substancialmente distinta, mesmo nas fechadas, pois essencialmente há fungibilidade[187]-[188] de acionistas, que se alteram ao longo da existência da entidade.

Enquanto o contrato social de sociedade limitada tem natureza de negócio jurídico plurilateral[189], o estatuto social de uma sociedade anônima é objetivo e impessoal[190]. É a carta fundamental da companhia, responsável por consolidar os princípios e as diretrizes essenciais ao seu funcionamento[191].

---

ensaios e pareceres de direito empresarial. Rio de Janeiro: Forense, 1981, pp. 215-225, p. 221).

187 "[...] entendemos que a principal diferença entre a "ação" e a "cota" consiste no fato de a ação ter existência desprendida do instrumento de constituição da sociedade, sendo que a sua cessão não implicará a modificação da estrutura daquele instrumento, enquanto isso não se verifica na cota, cuja cessão gerará modificação da estrutura do instrumento de constituição da sociedade, sem, no entanto, implicar modificação do efeito jurídico "sociedade" que tem o instrumento". (GONTIJO, Vinícius José Marques. *A regulamentação das sociedades limitadas*. In: RODRIGUES, Frederico Viana (Coord.). *Direito de empresa no novo código civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2004).

188 "A posição do acionista, com todos os direitos e obrigações dela decorrentes, pode ser transferida mediante a alienação das ações, o que não acarreta qualquer alteração do estatuto social". (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume I - Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 27).

189 SPINELLI, Luis Felipe. *A teoria da firma e a sociedade como organização: fundamentos econômico-jurídicos para um novo conceito*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 146, 2009, pp. 165-188, p. 174.

190 "Em matéria de sociedades por ações [...], contrariamente ao que ocorre nos demais tipos societários, a lei distingue entre o negócio constitutivo e o regulamento interno da vida social; enquanto aquele é pessoal e mesmo individualizado, este é objetivo e impessoal. A distinção, embora não tão aparente nos sistemas jurídicos romano-germânicos, quanto nas legislações anglo-saxônicas – *memorandum of association e articles of incorporation* no direito inglês, charter e by-laws no direito norte-americano –, não tem apenas o sentido de uma reminiscência histórica, como pensavam alguns" (COMPARATO, Fabio Konder. *Da imprescritibilidade da ação direta de nulidade de norma estatutária*. In: *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 215-225, p. 221).

191 FERREIRA, Waldemar. *Tratado de direito comercial*, vol. 4. São Paulo: Saraiva, 1961, p. 77.

A aproximação funcional entre limitada e companhia fechada não elimina a diferença estrutural entre os tipos societários, impossibilitando a transposição automática das soluções típicas das limitadas para o universo acionário. A Lei 6.404/76 não reproduziu regra equivalente aos artigos 1.027 e 1.028 do Código Civil, por exemplo. Não existe, no regime das sociedades anônimas, solução legal padrão de liquidação da participação societária para preservação do quadro subjetivo da companhia. Ao contrário, a lógica do sistema acionário parte da premissa de continuidade da titularidade das ações.

Ainda que o artigo 36 da Lei 6.404/76 admita restrições à circulação de ações nas companhias fechadas, o próprio dispositivo estabelece limites claros à personalização do estatuto social ao determinar que a restrição não pode inviabilizar a negociabilidade das ações nem submeter o acionista ao arbítrio da companhia ou da maioria[192].

Neste contexto, soluções típicas de bloqueio direto de ingresso de terceiros mostram-se incompatíveis com os limites jurídicos do modelo acionário. A companhia não pode simplesmente impedir genericamente o ingresso de herdeiros ou de ex-cônjuges, condicionar toda transmissão ao consentimento discricionário da administração ou esvaziar integralmente a transmissibilidade das ações.

A proteção da estabilidade societária precisa ocorrer de maneira indireta, valendo-se de mecanismos capazes de preservar a estabilidade organizacional da companhia sem romper frontalmente com a estrutura institucional da sociedade anônima.

192 "[...] é vedado ao estatuto subordinar a transferência de ações à simples aprovação dos demais acionistas, uma vez que a Lei das S.A. é expressa ao determinar que o estatuto não pode submeter o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria dos acionistas. O estatuto deverá regular detalhadamente os procedimentos relativos ao exercício do direito de preferência pelos demais acionistas e pela própria sociedade, se for o caso, bem como determinar os critérios de fixação do preço de alienação das ações". (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume I - Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. pp. 238-239)

ALCANCE E LIMITES DA AUTONOMIA ESTATUTÁRIA NA LEI 6.404/76

O estatuto social, como instrumento do direito privado, é regido na sua formação pela autonomia de vontade das partes envolvidas, que podem atuar com liberdade para definição das matérias que constarão ou não do diploma[193]. Essa autonomia, contudo, não é absoluta[194]. Existem dois principais limitadores universais à autonomia das partes, sendo eles[195]: (i) a prevenção da concentração de capital; e (ii) a intervenção estatal – que visa a promoção da justiça social. Desses dois limitadores macro, derivam-se outras limitações genéricas[196] à autonomia das partes[197].

A norma jurídica cogente é antagonista à autonomia privada, podendo ter caráter imperativo (obrigando determinada parte a praticar uma ação), proibitivo (determinando a vedação à prática de determinados atos) ou permissivo (atribuindo poder a uma determinada parte)[198]. No âmbito das sociedades anônimas, são exemplos de norma cogente limitadoras[199]: (i) os direitos fundamentais dos acionistas (previstos no artigo 109 da Lei 6.404/76); (ii) a limitação da responsabilidade dos acionistas (prevista no artigo 1º da Lei 6.404/76); (iii) a livre transferência de ações nas companhias abertas

193 AMARAL, Francisco. *Direito civil: introdução*. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 382.

194 MORAES, Maria Amália Dias de. *Autonomia privada e negócio jurídico*. Revista da Procuradoria-Geral do Estado do Rio Grande do Sul, n. 26, p. 73-88, p. 75

195 *Ibidem*, p. 75.

196 SILVA, Rodrigo Tellechea. *O estatuto social como norma jurídica: natureza, interpretação e controle de validade*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2014.

197 Vale destaque: (i) a ordem pública; (ii) a licitude do regramento das partes; (iii) a moral e os bons costumes; (iv) as cláusulas gerais; (v) os pressupostos gerais de existência e validade dos negócios jurídicos; e (vi) as normas jurídicas cogentes e imperativas.

198 GOMES, Orlando. *Autonomia privada e negócio jurídico*. In: Transformações gerais do direito das obrigações. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1967, p. 69.

199 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*: volume I: artigos 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2011.

(prevista no artigo 36 da Lei 6.404/76); (iv) a vedação para que o estatuto subordine a transferência de ações à simples aprovação dos demais acionistas ou da diretoria; (v) o direito do acionista de participar da oferta pública por ocasião da alienação de controle acionário de companhia aberta (previsto no artigo 254-A da Lei 6.404/76); (vi) o direito do acionista de convocar a assembleia quando a administração não o fizer (previsto no artigo 123 da Lei 6.404/76); e (vii) a propositura de ações de responsabilidade contra os administradores (prevista no artigo 159 da Lei 6.404/76).

Além das normas cogentes específicas que tratam de determinado tema, há limitações de autonomia gerais, a exemplo do dever dos acionistas de exercer seus respectivos direitos de voto em observância aos melhores interesses da sociedade (artigo 115 da Lei 6.404/76)[200] e as limitações impostas aos acionistas controladores (artigos 116 e seguintes da Lei 6.404/76), cujo exercício pressupõe uma contrapartida de deveres e responsabilidades sociais e fiduciárias voltadas aos acionistas minoritários, ao corpo funcional e à coletividade[201].

Enfim, no momento de formação do estatuto social, os acionistas possuem liberdade para determinar quais serão as regras aplicáveis àquela entidade, desde que não haja vedação expressa na lei ou implique descumprimento de norma geral do ordenamento jurídico.

TRANSFERÊNCIAS INVOLUNTÁRIAS DE AÇÕES

A análise da possibilidade de restrição[202] ao ingresso de terceiros no quadro acionário da companhia fechada exige, previamente,

200 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Malheiros, 2013.

201 VILAR, Bruno Haack. *A regra dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. e a possibilidade de abuso do poder de controle em companhias*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

202 "As cláusulas restritivas de transmissão de ações estendem-se a todos os tipos de transferência, quer seja voluntária, por sucessão legítima, testamentária ou por execução forçada, pois nem o cedente pode transferir melhor direito do que tem, nem o cessionário melhorar a sua situação pelo fato de não ter participado da constituição

a compreensão das diferentes modalidades de transferência involuntária de ações. A expressão "transferência involuntária" é utilizada, neste trabalho, para designar hipóteses em que a alteração subjetiva da titularidade acionária decorre de fato jurídico externo à vontade da companhia e, muitas vezes, do próprio acionista originário. Diferentemente da alienação negocial típica, em que há o elemento volitivo dirigido à circulação da participação societária, as transferências involuntárias decorrem de fenômenos patrimoniais impostos pelo ordenamento jurídico, especialmente no âmbito do direito de família e das sucessões, com especial relevância às situações de partilha decorrente de dissolução conjugal e de sucessão *causa mortis*.

A dissolução do vínculo conjugal, especialmente nos regimes de comunhão (parcial ou universal) de bens, produz relevantes efeitos patrimoniais sobre participações societárias. Não costuma haver qualquer tipo de vocação societária entre a companhia e o ex-cônjuge de um de seus acionistas, que não aderiu voluntariamente ao estatuto social, não participou da formação da *affectio societatis*, não integrou o bloco de controle, e não assumiu originalmente os riscos organizacionais inerentes à dinâmica societária. Sua aproximação em relação à participação societária decorre exclusivamente de fenômeno patrimonial externo à companhia, sendo que a imposição automática do ingresso do ex-cônjuge pode produzir efeitos desorganizadores, frequentemente representando um dos principais fatores de desestabilização da composição acionária, sobretudo quando a estrutura societária foi construída sobre vínculos de confiança pessoal, alinhamento familiar ou coesão de controle. Não raramente, o conflito conjugal projeta-se diretamente sobre a governança da companhia.

A sucessão hereditária, por sua vez, apresenta estrutura jurídica substancialmente distinta da partilha decorrente de divórcio. Aqui, não há mera recomposição patrimonial do regime de bens,

da companhia e não ter aderido a seus estatutos voluntariamente" (PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedade por Ações*. v. 1, São Paulo: Saraiva, 1972, p. 313).

mas verdadeira continuidade jurídica da posição do falecido[203], consagrando-se o princípio da *saisine*. Diferentemente do meeiro, o herdeiro ocupa posição jurídica derivada da própria continuidade patrimonial do falecido. Há verdadeira sucessão universal, e a transmissão hereditária não se limita ao valor econômico dos bens, abrangendo a própria titularidade jurídica das posições patrimoniais integrantes da herança.

Em razão da continuidade jurídica inerente à sucessão hereditária, o herdeiro tende a receber proteção mais intensa do que o ex-cônjuge meeiro. Mas isso não significa absoluta impossibilidade de mecanismos restritivos. A companhia fechada continua podendo estruturar mecanismos restritivos, mas a intensidade dessas restrições encontra limites mais severos. Por essa razão, soluções societárias excessivamente agressivas, especialmente aquelas que esvaziem substancialmente a posição jurídica do herdeiro, tendem a enfrentar maior resistência doutrinária e jurisprudencial.

TITULARIDADE SOCIETÁRIA VERSUS VALOR ECONÔMICO

A distinção entre titularidade societária e valor econômico das ações constitui o eixo teórico central deste trabalho. A ação não representa simples ativo patrimonial. Ela incorpora posição jurídica complexa, integrada simultaneamente por direitos econômicos, direitos políticos, faculdades organizacionais e posição institucional dentro da estrutura societária[204]. A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, a propósito, tem reiteradamente afirmado a prevalência do direito à apuração do valor econômico da participação em detrimento

203 Código Civil. Art. 1.784. Aberta a sucessão, a herança transmite-se, desde logo, aos herdeiros legítimos e testamentários.

204 "[...] podemos conceituar as ações como um título de crédito ao mesmo tempo em que é um título corporativo, isto é, um título de legitimação que permite ao sócio participar da vida societária, além de representar ou corporificar uma fração do capital social" (REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direitos Comercial*. v. 2. 21 ed. São Paulo, Saraiva, 1998. p. 67).

da imposição de vínculos societários indesejados, especialmente em contextos de dissolução ou conflitos[205-206].

Contudo, nem sempre a transferência do valor econômico da participação exige a transferência integral da posição societária correspondente. No divórcio, a tutela jurídica concentra-se predominantemente na preservação da equivalência patrimonial decorrente da meação, enquanto na sucessão hereditária, ao contrário, há maior aproximação entre valor econômico e continuidade subjetiva da titularidade.

Logo, o ponto central não consiste em negar proteção patrimonial ao adquirente involuntário, mas em definir até que ponto a companhia fechada pode preservar sua estabilidade organizacional sem violar direitos econômicos legítimos. Mecanismos societários destinados a evitar o ingresso irrestrito de terceiros podem revelar-se compatíveis com a Lei das Sociedades por Ações, desde que preservem adequada compensação patrimonial, não impliquem confisco econômico, observem critérios objetivos, e respeitem os limites do artigo 36 da Lei 6.404/76.

É essa compatibilização funcional que permitirá, nos capítulos seguintes, examinar a admissibilidade concreta dos mecanismos societários destinados à contenção do ingresso involuntário de terceiros na companhia fechada.

205 "[...] na sociedade constituída por dois sócios, pré-morto ou retirante um deles, o critério de liquidação dos haveres, segundo a doutrina e a jurisprudência, há de ser, utilizando-se o balanço de determinação, como se tratasse de dissolução total. Tal medida se impõe porque, na dissolução parcial, garante-se ao socio remanescente continuar com a sociedade, por si, com firma individual ou com admissão de outro socio. [...]" (REsp n. 24.554/SP, relator Ministro Waldemar Zveiter, Terceira Turma, julgado em 6/10/1992, DJ de 16/11/1992, p. 21138.).

206 "[...] O balanço de determinação tem por objetivo apurar o valor real e atual do patrimônio empresarial, a fim de se identificar o valor relativo à quota dos sócios excluídos. [...]" (REsp n. 1.360.221/SP, relatora Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 25/3/2014, DJe de 3/6/2014).

MECANISMO ESTATUTÁRIO DE CANALIZAÇÃO DA SAÍDA: A CONVERSÃO COMPULSÓRIA EM AÇÕES RESGATÁVEIS

A construção estatutária de mecanismos de neutralização de transferências involuntárias de ações parte de um dado estrutural: na sociedade anônima, a disciplina da titularidade acionária não se organiza a partir da pessoa do acionista, mas a partir da configuração objetiva dos direitos incorporados às ações. É nesse plano, e apenas nele, que se pode intervir legitimamente sem descaracterizar a natureza institucional da companhia.

As regras estatutárias, portanto, por motivos óbvios, não devem buscar impedir a ocorrência dos eventos externos (como a morte e partilha), nem tampouco bloquear, de forma direta, a aquisição derivada de ações por terceiros. O caminho tecnicamente consistente é outro: redefinir, antes de qualquer evento, e de forma geral e impessoal, o conteúdo jurídico das ações que venham a ser atingidas por tais eventos, mediante a criação de classes especiais e a previsão de mecanismos automáticos de conversibilidade e de liquidação econômica.

Nesse contexto, o primeiro pilar da estrutura reside na instituição, no estatuto social, de uma classe de ações preferenciais de natureza especial, dotadas de características específicas que as diferenciem das demais ações da companhia. Essas ações preferenciais especiais devem ser concebidas como instrumentos de estabilização do quadro societário, razão pela qual sua disciplina estatutária deve enfatizar três elementos centrais: (i) restrição ou supressão de direitos políticos, especialmente o direito de voto; (ii) definição de um regime econômico próprio, que pode incluir prioridade na distribuição de dividendos ou, alternativamente, um tratamento econômico neutro; e (iii) previsão expressa de resgate por deliberação da diretoria, nos termos dos art. 19 e 44 da Lei 6.404/76[207].

207 Nos termos do artigo 19 da Lei 6.404/76, "o estatuto da companhia [...] **poderá prever o resgate** ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas

O resgate, nesse desenho, não desempenha função sancionatória nem se confunde com mecanismos de exclusão de acionistas[208]. Trata-se, antes, de um instrumento de liquidação econômica previamente estruturado, que permite à companhia, uma vez verificada a ocorrência de determinados eventos, recompor a estabilidade de sua base acionária mediante a aquisição compulsória[209] das ações especiais, com o pagamento do respectivo valor de resgate. A atribuição dessa competência à diretoria[210], e não à assembleia, reforça o caráter

condições". O §6º do artigo 44 da Lei 6.404/76, por sua vez, estabelece que "**salvo disposição em contrário do estatuto social**, o resgate de ações de uma ou mais classes só será efetuado se, em assembleia especial convocada para deliberar essa matéria específica, for aprovado por acionistas que representem, no mínimo, a metade das ações da(s) classe(s) atingida(s)".

208 O que era comum antes da Lei 10.303/2001, que introduziu o §6º ao artigo 44 na Lei 6.404/76, determinando expressamente que, **salvo disposição em contrário do estatuto social,** passaria a ser exigido quórum de no mínimo metade das ações atingidas para aprovar o resgate. Fábio Konder Comparato já denunciava a desvirtuação da regra anterior: "A verdade é que o resgate acionário, qualquer que seja o grau de rigor de sua regulação em lei, tem sido um expediente de escol para a abusiva expropriação de minoritários". (COMPARATO, Fábio Konder. *Funções e Disfunções do Resgate Acionário*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, n. 73, p. 70).

209 "A realização da assembleia especial das ações resgatadas somente pode ser dispensada nas hipóteses em que exista previsão estatutária expressa nesse sentido. [....] O resgate voluntário ocorre por decisão da assembleia geral extraordinária da companhia ou por determinação estatutária que autorize a sociedade a promove-lo a qualquer tempo. Trata-se de prerrogativa da companhia, que pode, observando o disposto no §6º ou no estatuto social, conforme o caso, determinar o momento e as condições do regate. [...] O resgate compulsório (sempre do ponto de vista da companhia) é aquele previsto desde a emissão da ação, que, por esta razão, é conhecida como "ação resgatável". No caso, a companhia obriga-se a resgatar uma determinada classe de ações criada com essa finalidade, dentro das condições estabelecidas no estatuto. O resgate estipulado no estatuto ao tempo da criação da ação integra o conjunto de seus direitos e obrigações." (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 283).

210 A sociedade não tem mais poder potestativo de resgatar determinadas ações, salvo se sobre estas tenha o estatuto previsto o resgate" (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, 1º volume: artigos 1º a 74. 5º ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 418)

operacional do mecanismo, afastando-o de disputas políticas, e assegurando maior previsibilidade na sua execução[211-212-213].

O segundo pilar consiste na previsão estatutária de hipóteses objetivas de conversibilidade automática de determinadas ações ordinárias ou preferenciais "comuns" em ações preferenciais especiais. Essa conversão não pode ser estruturada como um ato volitivo, dependente de manifestação de vontade do titular ou de deliberação casuística dos órgãos sociais. Ao contrário, deve operar de pleno direito, como efeito jurídico automático da verificação de eventos previamente definidos no estatuto.

Entre esses eventos, destacam-se, com especial relevância, o falecimento do acionista pessoa física e a partilha de suas ações em decorrência de dissolução do vínculo conjugal. Em ambos os casos, o que se tem são formas típicas de transferência involuntária, nas quais a companhia não exerce controle sobre a identidade do adquirente. A solução estatutária, portanto, não deve incidir sobre a pessoa do

211 A operação de resgate pode ser autorizada no estatuto ou pela assembleia geral, ambos determinarão as condições e o modo de se proceder-se o regate" (Martins, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*; revisada e atualizada por Roberto Papini, 4ª ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2010, pp. 164-165).

212 "O resgate estipulado no estatuto simultaneamente com a criação da ação integra o conjunto dos seus direitos e obrigações. Se a companhia se reserva o direito de resgatar as ações nas condições fixadas no estatuto, pode exercê-lo mediante deliberação da Assembleia nos prazos e verificadas as condições previstas, e o titular da ação não pode se opor à deliberação e seus efeitos. Se o estatuto prevê que a companhia tem obrigação de proceder ao resgate uma vez implementadas certas condições, a deliberação da Assembléia ocorre pela aprovação da estipulação estatutária, e o titular da ação tem o direito de exigir o cumprimento da obrigação, uma vez vencida, independentemente de nova deliberação da Assembléia, observada, em qualquer hipótese, a norma legal de que o resgate não pode prejudicar o capital social." (*Direito das Companhias*. Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira- Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 560).

213 "A operação de resgate somente pode ser deflagrada se autorizada no estatuto social. Omisso este, há de ser autorizada por Assembleia Geral Extraordinária. [....] Essa assembleia espacial somente será dispensada, consoante preceitua o indigitado parágrafo, se o estatuto prever o resgate de ações de uma ou mais classes, independentemente de aprovação dos acionistas atingidos". (LUCENA, Waldecy. *Das sociedade anônimas – comentários à lei (arts, 1º a 120)*, vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 445).

adquirente, mas sobre a natureza da participação societária que é transmitida.

Assim, o estatuto pode estabelecer que, verificada a sucessão *causa mortis* ou a atribuição de ações a ex-cônjuge em partilha, as ações correspondentes serão automaticamente convertidas em ações preferenciais de classe especial, com as características previamente definidas. Essa conversibilidade automática opera como uma requalificação jurídica da posição acionária, de modo que o adquirente não ingressa na companhia com uma participação plena, mas com uma posição jurídica distinta, previamente tipificada no estatuto.

A legitimidade desse mecanismo decorre justamente de sua generalidade e abstração. Não se trata de restringir a entrada de determinadas pessoas, mas de disciplinar, de forma uniforme, os efeitos societários de certos eventos jurídicos externos. A cláusula estatutária não discrimina sujeitos; ela apenas define consequências jurídicas para situações objetivamente identificáveis. Essa impessoalidade é essencial para compatibilizar o mecanismo com a vedação à personalização do estatuto e com o princípio da igualdade entre acionistas.

O terceiro pilar é a articulação entre a conversibilidade automática e o resgate das ações preferenciais especiais. Uma vez operada a conversão, a companhia passa a deter, por intermédio da diretoria, a faculdade de promover o resgate dessas ações mediante o pagamento do valor correspondente ao acionista que as detém.

Importante registrar que o critério do sorteio[214] deverá ser observado, o que pode ser evitado mediante previsão estatutária que assegure a cada acionista, inclusive ex-cônjuge ou herdeiro, a titularidade de apenas uma única classe de ações[215]. O resultado prático,

214 Lei 6.404/76. "Art. 44. [...] §4º O resgate e a amortização que não abrangerem a totalidade das ações de uma mesma classe serão feitos mediante sorteio; sorteadas ações custodiadas nos termos do artigo 41, a instituição financeira especificará, mediante rateio, as resgatadas ou amortizadas, se outra forma não estiver prevista no contrato de custódia."

215 "Logo, havendo o falecimento de um acionista, seus sucessores terão direito ao resgate apenas de determinada classe de ações, possibilitando o resgate de todas as ações que ele detenha. O lado negativo é que talvez haja interesse em aceitar alguns

com isso, é a transformação de uma potencial alteração indesejada no quadro societário em uma obrigação de natureza eminentemente econômica, consistente no pagamento de um valor de liquidação.

Nesse ponto, a robustez da regra reside na forma de determinação do valor de resgate. Para evitar questionamentos e alegações de fraude à meação ou prejuízo ao sucessor, o estatuto deve prever critérios objetivos, transparentes e tecnicamente defensáveis de avaliação, podendo remeter a metodologias reconhecidas de *valuation*[216], a laudos elaborados por terceiros independentes ou a fórmulas previamente estabelecidas. Quanto mais robusto e neutro for o critério de avaliação, menor será o espaço para impugnações[217].

Importa destacar que o conjunto desses mecanismos não elimina o direito do ex-cônjuge ou do sucessor à percepção do valor econômico correspondente à participação societária. O que se promove é a dissociação entre titularidade formal e permanência no quadro acionário. O ingresso até pode ocorrer, mas se dá em condições juridicamente qualificadas e potencialmente transitórias, na medida

---

sucessores, mas não outros, e neste formato todos seriam privados de suas ações". (SILVESTRE, Talita Evangelista. *Morte de acionista: opção de compra de ações como impedimento ao ingresso de herdeiros e de meeiro nas sociedades anônimas intuitu personae*. Dissertação (Mestrado em Direito) — Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2023, p. 33).

216 Lembrando-se que, de acordo com jurisprudência já consolidada do Superior Tribunal de Justiça, a "[...] 5. A apuração de haveres, conforme o art. 606 do CPC, tem por critério o balanço de determinação que inclua ativos tangíveis e intangíveis. Para estes últimos, utilizando metodologias contábeis históricas, a perícia tem função de priorizar a realidade patrimonial, garantindo uma apuração justa e objetiva dos valores devidos ao sócio retirante, prevenindo enriquecimento ilícito, ainda mais em contexto de distribuição de dividendos descompassada devido a desvios e uso indevido de ativos [...]". (AREsp n. 2.905.938/RJ, relator Ministro Moura Ribeiro, Terceira Turma, julgado em 29/9/2025, DJEN de 2/10/2025.)

217 Inclusive para o eventual recolhimento do ITCMD, em observância ao disposto no inciso II do art. 154 da recente Lei Complementar 227/2026, que determina que, "no caso de quotas ou ações de emissão de pessoas jurídicas ou no caso de empresário individual, a base de cálculo do ITCMD será determinada de acordo com as seguintes regras: I – [...] II - nos demais casos, a base de cálculo deverá ser calculada com metodologia tecnicamente idônea e adequada às quotas ou ações, inclusive o método técnico que contemple eventual perspectiva de geração de caixa do empreendimento, e deverá o valor corresponder, no mínimo, ao patrimônio líquido ajustado pela avaliação de ativos e passivos a valor de mercado, acrescido do valor de mercado do fundo de comércio, conforme estabelecido na legislação do ente tributante".

em que a posição adquirida já nasce sujeita a um regime de liquidação previamente estruturado.

Sob o prisma teórico, essa construção revela uma reinterpretação funcional da própria ideia de circulação de ações. A liberdade de circulação, tradicionalmente afirmada como corolário da natureza institucional da sociedade anônima, não implica indiferença absoluta quanto aos efeitos internos das transferências. O estatuto pode, legitimamente, modular esses efeitos, desde que o faça por meio de regras gerais, abstratas e compatíveis com a estrutura legal das ações.

O quarto pilar, para garantir a efetividade prática do mecanismo de resgate, pressupõe a existência de capacidade patrimonial da companhia para suportar a correspondente liquidação financeira, razão pela qual a estrutura deve ser acompanhada de uma política consistente de formação de reservas. Isso porque o resgate de ações, embora constitua instrumento legítimo de reorganização da estrutura acionária nos termos do art. 44 da Lei nº 6.404/76, não pode implicar redução indireta ou disfarçada do capital social em prejuízo da integridade patrimonial da companhia e da tutela dos credores. Daí a relevância da constituição de reservas de lucro especificamente destinadas à aquisição ou resgate de ações, bem como, quando juridicamente cabível, da utilização de reservas de capital[218] aptas a suportar tais operações – como é o caso, por exemplo, da parcela conhecida como "ágio na emissão de ações"[219], tratado como um

218 Lei 6.404/76: "Art. 182. A conta do capital social discriminará o montante subscrito e, por dedução, a parcela ainda não realizada. § 1º Serão classificadas como reservas de capital as contas que registrarem: a) a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias; b) o produto da alienação de partes beneficiárias e bônus de subscrição;".

219 "Toda emissão de ações pressupõe a contrapartida de uma contribuição para formar o capital social, mas o preço de emissão pode compreender ainda valor adicional que é referido como "ágio na emissão da ação". Se a ação tem valor nominal, a contribuição para o capital social é este valor, e a parte do preço de emissão que o excede é ágio. Na emissão de ações sem valor nominal, o órgão social que delibera a criação da ação pode destinar todo o preço de emissão para formar capital social ou dividi-lo em parte para o capital social e parte como ágio. A LSA prescreve (§ 1 o do art. 182) que a contribuição do subscritor da ação que ultrapassar o valor nominal e

"pedágio" a ser pago pelos subscritores das ações como forma de não diluição dos antigos acionistas[220], ou quando a sociedade apresenta boas perspectivas de rentabilidade[221]. Sob a perspectiva funcional, essas reservas operam como mecanismo de pré-financiamento da estabilidade societária, permitindo que a companhia absorva, com previsibilidade e liquidez, os efeitos econômicos decorrentes da morte ou da dissolução conjugal de acionistas pessoas físicas. A ausência de

a parte do preço de emissão da ação sem valor nominal que excede a contribuição para o capital social devem ser registradas em conta de "Reservas de Capital", que é subgrupo do patrimônio líquido; e o artigo 200 dispõe que as reservas de capital somente podem ser utilizadas para (a) absorver prejuízos que ultrapassarem os lucros acumulados e as reservas de lucro; (b) resgate, reembolso ou compra de ações; (c) resgate de partes beneficiárias; (d) incorporação ao capital social; e (e) pagamento de dividendo a ações preferenciais, quando essa vantagem lhes for assegurada, nos termos do § 5° do artigo 17." (*Direito das Companhias*. Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira- Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 231.)

220 "Nesta hipótese, os acionistas anteriores serão beneficiados, pois eles terão direito a ações novas ou ao aumento do valor nominal das ações que já possuíam, em igualdade de condições com os novos acionistas, que pagaram o ágio, os quais recuperarão o valor correspondente apenas em parte. Caso os antigos acionistas exerçam seu direito de preferencia com relação a uma parte do aumento de capital, igualar-se-ão aos novos acionistas no pagamento do ágio, mas serão beneficiados no restante. Isto é possível desde que não haja interesse na manutenção da mesma proporção de ações anteriormente existente em relação ao capital, para fins de direito de voto. **A justificação para essa desapropriação de parte do ágio pago pelos novos acionistas estaria na preservação dos direitos patrimoniais dos antigos acionistas, tendo em conta que estes seriam os responsáveis pela manutenção e desenvolvimento do patrimônio da sociedade. O ágio, digamos assim, representaria um *pedágio* pago pelos novos acionistas para poderem ingressar em uma sociedade estável e solidificada, que lhes deverá proporcionará os lucros esperados". (**VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*. Vol. 3. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 136-137).

221 "O ágio aumenta as reservas da sociedade e contribui para o incremento de valor do seu patrimônio; assim, constitui uma garantia adicional para as atividades sociais. Na subscrição de ações, o ágio existe quando a ação emitida pela companhia é subscrita por preço de emissão superior ao de sua contribuição para a formação do capital social. Quando a ação tem valor nominal, o ágio será parte do preço de emissão que exceder a esse valor. Nas ações sem valor nominal, o ágio é a parte do preço de emissão que ultrapassa a importância destinada à formação do capital social fixada, na constituição da companhia, pelos fundadores, e no aumento de capital, pela assembleia geral ou pelo conselho de administração. **Para o investidor, o ágio justifica-se sempre que as ações da companhia apresentam boas perspectivas de rentabilidade**. A lei determina que o ágio na subscrição de ações deve ser registrado na escrituração como reserva de capital, ou seja, não constitui lucro". (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume I- arts 1º ao 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 137-138).

reservas suficientes tende a comprometer a própria executabilidade do modelo, convertendo o resgate em solução meramente teórica ou potencialmente desestabilizadora do fluxo financeiro da sociedade, especialmente em companhias fechadas de caráter familiar, nas quais parcela substancial do patrimônio costuma permanecer imobilizada na própria atividade empresarial.

Por fim, a coerência do modelo depende de um elemento temporal frequentemente negligenciado: a anterioridade das regras estatutárias em relação aos eventos que desencadeiam sua incidência. A eficácia e a legitimidade do mecanismo repousam no fato de que todos os acionistas, ao ingressarem na companhia, aderem a um regime jurídico que já contempla tais hipóteses. Não se trata, portanto, de reação oportunística a um evento específico, mas de antecipação normativa de riscos inerentes à dinâmica patrimonial de acionistas pessoas físicas.

Em síntese, a utilização combinada de ações preferenciais de classe especial, resgatáveis por deliberação da diretoria, e de mecanismos automáticos de conversibilidade acionária, permite à sociedade anônima internalizar, em sua própria arquitetura normativa, a gestão de eventos externos potencialmente disruptivos. O resultado é a substituição de um problema de composição subjetiva do quadro societário por um problema de liquidação econômica, tratado dentro dos parâmetros institucionais da companhia.

MECANISMO CONTRATUAL DE CANALIZAÇÃO DE SAÍDA: OUTORGA DE OPÇÃO DE COMPRA DE AÇÕES

Como alternativa ou reforço ao mecanismo estatutário de canalização de saída, tem-se a outorga prévia de opção de compra de ações, via contrato parassocial, em favor dos acionistas ou da própria companhia[222]. O direito potestativo de aquisição de ações, com preço de

222 No caso de opção outorgada para a companhia, esta somente poderá exercer o seu direito se cumprir os requisitos legais para aquisição de suas próprias ações. Lei das Sociedades por Ações: "Art. 30. A companhia não poderá negociar com as

exercício estipulado com base em avaliação objetivamente estipulada, revela-se um mecanismo contratual que também poderia ser utilizado para seleção indireta de acionistas.

A opção de compra é o negócio jurídico por meio do qual uma pessoa outorga a outra um direito potestativo de adquirir determinado bem, de forma que a vontade do outorgante (futuro alienante) é manifestada desde a celebração do contrato de outorga, restando pendente apenas a manifestação de vontade do outorgado (futuro adquirente) para consumação do negócio jurídico de compra e venda do bem[223].

Há divergências doutrinárias acerca da natureza jurídica da opção de compra, de forma que parte da doutrina entende a opção de compra como proposta[224], ao passo que outra parte trata o tema como um contrato[225]. Sob a perspectiva da opção de compra como contrato, também há discussões doutrinárias acerca da natureza do contrato, de forma que há entendimentos da opção de compra como: (i) contrato de compra e venda com condição suspensiva, (ii) contrato preliminar, (iii) contrato definitivo semicompleto e (iv) contrato com natureza jurídica própria e regras singulares[226].

Independentemente da natureza jurídica do contrato de opção de compra, seja promessa, pré-contrato ou contrato, o fato é que o Código Civil confere aos instrumentos a mesma exequibilidade, vinculando o outorgante à obrigação futura de venda caso cumpridos os termos do pacto.

---

próprias ações. § 1º Nessa proibição não se compreendem: [...] b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação; [...]"

223 DUARTE, Nestor. Art. 122. In: PELUSO, Cezar (org.). *Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência: Lei n. 10.406, de 10.01.2002*. 15. ed. rev. atual. Barueri, SP: Manole, 2021, p. 96-97, p. 97.

224 Código Civil: Art. 427. "A proposta de contrato obriga o proponente, se o contrário não resultar dos termos dela, da natureza do negócio, ou das circunstâncias do caso".

225 CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 302.

226 SILVESTRE, Talita Evangelista. *Morte de acionista: opção de compra de ações como impedimento ao ingresso de herdeiros e de meeiro nas sociedades anônimas intuitu personae*. 92 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito dos Negócios) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2023. p. 34.

Com efeito, a interpretação que parece ser a mais técnica indica que tanto a *parte venditoris* quanto a *parte emptoris* na opção estabelecem um único contrato de compra e venda, cuja execução é não só diferida, como condicionada ao eventual aceite do titular da opção. Trata-se de um contrato definitivo pendente de uma *conditio iuris*. Havendo o exercício da opção e, em seguida, a implementação da venda, não realizam as partes sucessivamente dois contratos, mas apenas um, que está subordinado ao poder meramente potestativo do titular da opção, que põe assim em execução o vínculo contratual, já que estavam acordados o preço, a espécie, a quantidade e a data da entrega do bem e do pagamento[227].

Assim, para validade e execução da opção de compra, basta que estejam previamente definidos os elementos essenciais exigidos pelo Código Civil[228]: partes, objeto e preço. O objeto pode consistir na integralidade das ações detidas pelo acionista outorgante, que venham a integrar o espólio ou que venham a ser objeto de meação, viabilizando a retirada econômica do ex-cônjuge ou herdeiro sem seu ingresso definitivo no quadro acionário. Quanto ao beneficiário da opção, a outorga pode favorecer os demais acionistas, um acionista específico ou a própria companhia. Nesta última hipótese, preserva-se a proporção das participações societárias originalmente existentes, sem concentração adicional de poder em favor de qualquer acionista.

O preço precisa guardar relação com o valor de mercado das ações, que pode ser calculado por qualquer dos métodos usualmente aceitos. A correta indexação do preço visa não só a observância das regras previstas nos diplomas que regulam o direito de família (conforme descrito no capítulo anterior), como também a evitar a eventual anulabilidade ou nulidade da opção de compra, dado que a prestação do outorgante se tornaria excessivamente onerosa e, portanto, passível de anulação ou nulidade nos termos do Código

227 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. v. 1, São Paulo: Singular, 2004, p. 188.
228 Código Civil. Art. 482. "A compra e venda, quando pura, considerar-se-á obrigatória e perfeita, desde que as partes acordarem no objeto e no preço".

Civil, caso o preço fixado seja considerado vil ou desproporcional ao valor das ações[229].

Como já visto neste trabalho, a outorga de uma opção de compra com o propósito de promover uma seleção indireta de acionista não viola as normas cogentes do direito societário. Não há norma objetiva vedando a outorga de opções de compra em caso de divórcio e falecimento, de forma que a possível violação se encontraria na suposta utilização da opção de compra como forma de simular a exclusão de acionista por rompimento da *affectio societatis*. Não parece ser a interpretação correta do instituto[230], dado que a opção de compra é negócio jurídico lastreado em pacto, de forma que ambas as partes manifestaram sua vontade, em momentos distintos, pela consumação da compra e venda. A opção de compra, portanto, não representa a exclusão de determinado acionista, mas a implementação da vontade das partes, que prioriza a perpetuidade da companhia, ao preservar o *intuitu personae* dos seus acionistas.

Em relação a exequibilidade do contrato, a opção de compra é oponível aos sucessores, pois os efeitos do contrato não se restringem[231] aos contratantes originários, alcançando também todas as pessoas que sucedem o outorgante em suas posições jurídicas patrimoniais.

229 Código Civil. Art. 157. "Ocorre a lesão quando uma pessoa, sob premente necessidade, ou por inexperiência, se obriga a prestação manifestamente desproporcional ao valor da prestação oposta". Art. 171. "Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico: [...] II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores". Art. 478. "Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação". Art. 480. "Se no contrato as obrigações couberem a apenas uma das partes, poderá ela pleitear que a sua prestação seja reduzida, ou alterado o modo de executá-la, a fim de evitar a onerosidade excessiva".

230 ESTEVEZ, André. *Contrato de opção de compra e venda de participação societária: função, autonomia privada e controle de validade na sociedade anônima fechada*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2021. p. 156.

231 BENACCHIO, Marcelo. *Responsabilidade civil de terceiro por lesão à situação jurídica contratual.* 190 f. Tese (Doutorado em Direito das Relações Sociais: Direito Civil) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2005, p. 58-59.

Além disso, segundo o artigo 1.997 do Código Civil[232], a herança, que compreende a universalidade dos bens do falecido, responde pelas obrigações do falecido, inclusive pelas obrigações de alienação assumidas em vida. Assim, se as ações integrantes do acervo hereditário estiverem sujeitas a opção de compra validamente constituída, o espólio deverá cumprir a obrigação correspondente, substituindo-se, no patrimônio hereditário, as ações pela contraprestação financeira decorrente do exercício da opção de compra[233].

Ainda, destaca-se que a manifestação de vontade do acionista outorgante, que terá suas ações transferidas de modo involuntário, é expressa no momento de outorga da opção, de forma que, no momento de exercício, não é necessária a concordância do ex-cônjuge ou herdeiro, dado que apenas o exercício do direito potestativo pelo outorgado torna o contrato completo.

Contudo, em um contexto de sucessão, é usual que haja conflito entre o ex-cônjuge ou herdeiro e a própria companhia e demais acionistas, criando empecilhos para consumação do negócio jurídico da opção de compra, e, em determinados casos, trazendo prejuízo a sociedade. Duas soluções eficientes podem remediar esse problema: (i) autorização para a diretoria da companhia exercer todos os atos de transferência de ações – registro em livro – no momento de exercício da opção; e (ii) outorga, pelo acionista, de procuração em causa própria.

A procuração em causa próprio tem natureza irrevogável, fundamentada na convergência do ato em benefício exclusivo do próprio mandatário. Sob a perspectiva da teoria contratual, as motivações originárias do outorgante perdem relevância jurídica no que tange à possibilidade de resilição unilateral, uma vez que a

232 Art. 1.997. "A herança responde pelo pagamento das dívidas do falecido; mas, feita a partilha, só respondem os herdeiros, cada qual em proporção da parte que na herança lhe coube."

233 SILVESTRE, Talita Evangelista. *Morte de acionista: opção de compra de ações como impedimento ao ingresso de herdeiros e de meeiro nas sociedades anônimas* intuitu personae. 92 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito dos Negócios) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2023. p. 62.

utilidade prática do agir representativo passa a residir integralmente na esfera jurídica do procurador. Diferenciando-se do mandato convencional — cuja essência é a gestão dos interesses do outorgante e a revogabilidade a qualquer tempo —, essa modalidade específica opera primordialmente como um mecanismo de garantia ou como via de adimplemento de obrigações pelo próprio credor. Essa distinção funcional é o elemento determinante para a aplicação de regimes jurídicos opostos no que tange à extinção do vínculo representativo[234].

Ressalte-se que a autorização para que a diretoria pratique os atos de transferência das ações decorrentes do exercício da opção, ou a sua realização em nome do acionista outorgante via procuração em causa própria, não constituem requisitos de validade da opção de compra – já expostos anteriormente -, mas meros instrumentos para viabilizar a formalização da transferência após o exercício da opção[235].

CONCLUSÃO

A análise desenvolvida ao longo deste trabalho demonstra que a sociedade anônima fechada admite mecanismos voltados à preservação da estabilidade de sua composição societária. A institucionalidade da companhia não exige absoluta indiferença quanto à identidade dos acionistas, mas apenas que eventuais restrições sejam estruturadas de forma compatível com a objetividade do estatuto social e com a livre circulação das ações. Nesse contexto, não se mostram admissíveis mecanismos de bloqueio direto ao ingresso de herdeiros ou ex-cônjuges, mas revela-se juridicamente possível a construção de técnicas indiretas de reorganização da permanência societária.

A chave teórica dessa construção reside na distinção entre titularidade formal da ação e conteúdo econômico da participação

234 VASCONCELOS, Pedro Leitão Pais de. *A procuração irrevogável*. Coimbra: Almedina, 2005, p. 95.

235 ESTEVEZ, André. *Contrato de opção de compra e venda de participação societária: função, autonomia privada e controle de validade na sociedade anônima fechada*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2021. p. 83.

societária. O direito de família e o direito sucessório asseguram ao meeiro e ao herdeiro proteção patrimonial sobre o valor das ações, mas isso não significa, necessariamente, imposição de permanência definitiva no quadro acionário da companhia. A preservação da funcionalidade organizacional da companhia familiar, especialmente em estruturas de controle concentrado e forte componente personalíssimo, constitui interesse juridicamente legítimo e compatível com a própria função econômica da companhia fechada.

Foi justamente a partir dessa premissa que o trabalho examinou a admissibilidade de mecanismos de seleção indireta de acionistas, estruturados por meio de cláusulas estatutárias ou contratos parassociais previamente instituídos. A utilização combinada de ações preferenciais especiais resgatáveis, mecanismos automáticos de conversibilidade e opções de compra de ações permite deslocar o problema da composição subjetiva da sociedade para o plano da liquidação econômica da participação societária. Desde que observados critérios objetivos, *valuation* adequado, anterioridade das regras e preservação integral do conteúdo patrimonial da participação, tais mecanismos não configuram exclusão arbitrária de acionistas, mas formas legítimas de compatibilização entre regimes jurídicos distintos.

A LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS E NOVAS TECNOLOGIAS: OS PRÓXIMOS 50 ANOS

Marisa Goulart dos Santos Drumond[236]

Rafael Costa Zimmer Prados[237]

1. INTRODUÇÃO

A evolução tecnológica das últimas décadas vem produzindo transformações profundas na atividade empresarial, impactando não apenas os modelos econômicos das companhias, mas também os mecanismos jurídicos tradicionalmente utilizados para organização societária e governança corporativa.

A tecnologia, de forma ampla, tem influenciado cada vez mais a dinâmica das sociedades empresárias, impondo novos desafios ao direito societário brasileiro. Nos últimos anos, a Lei nº 6.404/1976 (a "Lei das Sociedades Anônimas"), concebida em uma realidade essencialmente analógica, passou a conviver com estruturas empresariais progressivamente digitalizadas e desmaterializadas.

A consolidação das assembleias digitais, a utilização de registros eletrônicos, o desenvolvimento de *smart contracts* e a crescente incorporação de ativos digitais às estruturas patrimoniais das companhias são exemplos de impactos da tecnologia no direito societário que demonstram que a transformação tecnológica é um caminho sem volta.

Além disso, a utilização de inteligência artificial introduz novos debates relacionados aos deveres fiduciários dos administradores, à supervisão de sistemas algorítmicos e à responsabilização por

236 Graduada em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais. *Master of Laws* pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC. Advogada em Belo Horizonte/MG.

237 Graduado em Direito pela Faculdade Milton Campos. Especialista em Direito de Empresa pela PUC Minas. *Master of Laws* pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC. Advogado em Belo Horizonte/MG.

decisões empresariais baseadas em modelos automatizados, dentre outros temas.

Paralelamente, a expansão do mercado de criptoativos e o desenvolvimento da tokenização desafiam concepções tradicionais relacionadas ao patrimônio societário, ao capital social e à própria circulação de valores mobiliários.

Todos esses fatores impõem a necessidade de evolução da Lei de Sociedades Anônimas e da aplicação dos dispositivos já existentes com o objetivo de incorporar e agregar os avanços tecnológicos exponenciais dos últimos anos, preservando a natureza e o propósito das relações jurídico societárias.

Ao tratarmos de tecnologia e seus impactos no direito societário, é importante relembrar que o direito empresarial se distingue de outros ramos do estudo jurídico pela sua profunda vinculação à dinâmica econômica. Assim, seus institutos não permanecem estáticos, mas evoluem conforme as estruturas de mercado, os meios de produção e os mecanismos de circulação de bens e recursos se transformam. Isso porque "o direito transforma-se a cada dia, pouco importando se seus observadores se dão conta ou não. Direito e fatos são indissociáveis; a mudança de um implica a transformação do outro. O direito, nunca será demais lembrar, é um nível do todo social e, como tal, impacta e é impactado pela dimensão que regula" [238].

Diante desse cenário, o presente artigo busca analisar os principais impactos das novas tecnologias sobre o direito societário brasileiro, especialmente à luz da evolução funcional da Lei das Sociedades Anônimas, examinando de que forma institutos clássicos da governança corporativa vêm sendo reinterpretados e adaptados às novas dinâmicas tecnológicas da atividade empresarial.

238 FORGIONI, Paula. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercância ao mercado*. 4ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2019, p. 76.

2. DIGITALIZAÇÃO DA GOVERNANÇA E DAS DELIBERAÇÕES SOCIETÁRIAS

A digitalização da atividade empresarial produziu impactos profundos sobre os mecanismos tradicionais de governança corporativa, alterando substancialmente a forma de interação entre acionistas, administradores e órgãos societários. Estruturas concebidas originalmente sob a lógica da presencialidade, da materialidade documental e da centralização física das deliberações passaram a coexistir com ambientes eletrônicos de comunicação, votação e registro, exigindo adaptações normativas destinadas a compatibilizar inovação tecnológica e segurança jurídica.

A disciplina das assembleias gerais nas sociedades anônimas foi concebida sob a premissa de realização presencial dos conclaves societários. A sistemática originalmente estabelecida pela Lei das Sociedades Anônimas pressupunha o encontro físico dos acionistas, com comparecimento presencial, assinatura de livros societários e exercício simultâneo do debate e do voto.

Ainda que o desenvolvimento tecnológico já permitisse, há alguns anos, mecanismos de participação remota, a incorporação de assembleias digitais ao ordenamento societário brasileiro foi significativamente acelerada pela pandemia da Covid-19 e pelas regras de distanciamento social, as quais impulsionaram importantes alterações normativas de legitimação da adoção desses sistemas.

Em 2020, a Lei das Sociedades Anônimas foi reformada mediante a promulgação da Lei nº 14.030/2020, a qual previu que as sociedades empresárias "poderão realizar assembleia digital, nos termos do regulamento da Comissão de Valores Mobiliários e do órgão competente do Poder Executivo federal"[239]. Em âmbito regulatório, também foram expedidas instruções pelo Departamento Nacional de Registro do Comércio - DREI[240] e pela Comissão de Valores Mobiliários

239 Conforme art. 124, §2º da Lei das Sociedades Anônimas.

240 BRASIL. Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração (DREI). Instrução Normativa DREI nº 79, de 14 de abril de 2020. Disponível em: https://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/drei/legislacao/arquivos/legislacoes-federais/IN79DE2022.pdf. Acesso em: 05/06/2026.

– CVM[241], regulando a realização de conclaves societários em ambiente digital.

Nesse contexto, além da possibilidade de comparecimento remoto, foram instituídos mecanismos de garantia de efetividade dessa participação, como a obrigatoriedade de envio aos acionistas do boletim de voto a distância e a manutenção de cópia das gravações das reuniões.

A digitalização das assembleias passou a ser compreendida não apenas como instrumento emergencial no período de distanciamento social, mas como ferramenta potencial de ampliação da participação acionária, redução de custos operacionais e incremento da eficiência administrativa das companhias.

As assembleias digitais e híbridas apresentam algumas vantagens relevantes, em especial o fato de que a possibilidade de participação remota tende a ampliar o engajamento de acionistas geograficamente dispersos, eliminando os custos de comparecimento presencial. Em companhias com estrutura acionária pulverizada, a utilização de plataformas digitais pode contribuir para maior participação dos investidores minoritários e para o fortalecimento dos mecanismos de prestação de contas dos administradores (*accountability*).

Além disso, os sistemas eletrônicos permitem maior rastreabilidade das discussões entre acionistas e manifestações de voto. A utilização de ferramentas digitais de autenticação, gravação e arquivamento das assembleias também favorece a preservação da prova documental das deliberações societárias, aspecto especialmente relevante em contextos de disputas societárias e responsabilização de administradores.

Não obstante os benefícios associados à digitalização da governança, a adoção de assembleias digitais também desencadeia importantes desafios jurídicos e regulatórios. O primeiro deles refere-se à preservação da integridade do processo deliberativo. A validade

241 BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM nº 81, de 30 de março de 2022. Disponível em:https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol081.html. Acesso em: 12/06/2026.

jurídica das assembleias digitais depende da existência de mecanismos capazes de assegurar não apenas a possibilidade de participação, mas também a autenticidade, segurança, rastreabilidade e efetiva identificação dos acionistas, de modo a evitar fraudes, a manipulação de votos ou a participação indevida de terceiros.

Outro aspecto relevante envolve a necessidade de preservação da igualdade informacional entre os acionistas. A estrutura das assembleias presenciais propicia a interação simultânea entre os participantes, realização de debates imediatos, formulação de questionamentos e acompanhamento conjunto das manifestações dos administradores. Em ambientes eletrônicos, especialmente em plataformas tecnologicamente limitadas ou em casos em que haja muitos participantes, existe o risco de comprometimento da qualidade do debate societário e da efetividade da participação dos acionistas minoritários.

Também merecem destaque os riscos relacionados à segurança cibernética e à proteção de dados. A centralização das deliberações societárias em ambientes digitais amplia a exposição das companhias a ataques cibernéticos, vazamentos de informações sensíveis e falhas operacionais capazes de comprometer a validade das deliberações.

Não obstante a existência de tais contrapontos e a necessidade das cautelas próprias à natureza das deliberações em ambiente eletrônico, é fato que caminhamos inexoravelmente para uma digitalização cada vez maior das interações sociais e, consequentemente, empresariais. Nesse contexto, pode-se cogitar até mesmo a superação parcial da lógica tradicional de simultaneidade deliberativa que historicamente caracteriza as assembleias gerais.

A crescente utilização de mecanismos eletrônicos de votação e interação remota abre espaço para reflexões sobre modelos deliberativos assíncronos, nos quais manifestações de voto e posicionamentos dos acionistas possam ocorrer ao longo de determinado período temporal,

sem necessidade de reunião simultânea entre os participantes, conforme defendido em trabalhos acadêmicos recentes[242].

Embora ainda não exista previsão para deliberações assíncronas em sociedades anônimas, mecanismos correlatos já são observados em determinados segmentos regulatórios, especialmente no âmbito de fundos de investimento, em que se admite a deliberação por meio de consulta formal aos cotistas, sem necessidade de reunião simultânea[243]. A utilização de consultas formais eletrônicas, sistemas de coleta gradual de votos e plataformas digitais de manifestação de vontade demonstra tendência de flexibilização progressiva das estruturas deliberativas tradicionais.

Sob a perspectiva funcional, mecanismos assíncronos poderiam ampliar ainda mais a participação dos acionistas, sobretudo em companhias com dispersão geográfica significativa ou com elevada pulverização acionária. A possibilidade de análise prévia de documentos, formulação de questionamentos em ambiente digital e

242 "Todavia, em relação ao conclave, o que se propõe é que a deliberação seja vista com novos olhos. Não se questiona a necessidade de diálogo e contraposição de ideias por parte dos acionistas. Certas matérias são mais sensíveis e devem ser assim tratadas. Não se entende que todo e qualquer assunto possa ser objeto de uma simples resposta – a exemplo do boletim de voto a distância – "sim", "não" ou "abster-se". Esse tipo de votação, inclusive, pode fortemente ser influenciado pela forma com a qual a administração apresenta as matérias. Diálogos aprofundados são importantes e até necessários, mas nem sempre. Certas matérias, como, por exemplo, a eleição de administradores, podem ser tomadas de maneira assíncrona." (PENNA, Thomaz Murta e. *Blockchain como ferramenta de governança corporativa em companhias abertas: vantagens, desafios e perspectivas à luz da legislação societária e da regulação da CVM*. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). 2021. Disponível em: https://repositorio.ufmg.br/server/api/core/bitstreams/44b36baf-87f1-4fb1-820a-134bce5152a7/content. Acesso em: 05/06/2026.

243 BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022: "Art. 76. As deliberações da assembleia de cotistas são tomadas por maioria de votos dos presentes (...).
§ 5º O regulamento pode dispor sobre a possibilidade de as deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas.
§ 6º Na hipótese a que se refere o § 5º, deve ser concedido aos cotistas o prazo mínimo de 10 (dez) dias para manifestação, contado da consulta por meio eletrônico, ou de 15 (quinze) dias, contado da consulta por meio físico."
Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html. Acesso em: 05/06/2026.

exercício do voto dentro de janela temporal previamente delimitada tende a reduzir obstáculos operacionais relacionados à participação societária.

Todavia, a adoção de deliberações assíncronas suscita desafios jurídicos relevantes para compatibilização desse modelo com os princípios estruturantes da colegialidade e da formação informada da vontade social.

Isso porque assembleia geral não constitui apenas mecanismo formal de coleta de votos, mas ambiente institucional de debate, fiscalização e interação entre acionistas e administradores, sendo que fragmentação temporal das manifestações pode comprometer a dinâmica deliberativa coletiva e afetar a própria qualidade do processo decisório societário, considerando que informações relevantes podem surgir ao longo do período de votação e influenciar acionistas que já tenham manifestado previamente sua posição.

Em perspectiva mais ampla, o debate sobre deliberações assíncronas demonstra que a transformação digital da governança societária ultrapassa a simples virtualização das estruturas existentes, podendo ensejar a reconfiguração dos mecanismos de formação da vontade social.

O desafio legislativo e regulatório contemporâneo consiste justamente em compatibilizar eficiência tecnológica e flexibilidade operacional com a preservação dos elementos essenciais de legitimidade, transparência e proteção dos acionistas que estruturam o direito societário brasileiro.

3. REGISTRO ELETRÔNICO DE LIVROS SOCIETÁRIOS

A evolução da governança corporativa digital não se limita aos mecanismos deliberativos das companhias, alcançando também os livros societários, que são os instrumentos formais de documentação e publicidade dos atos societários das companhias.

No âmbito das sociedades anônimas, os livros societários desempenham função central para a regularidade da governança

corporativa, constituindo instrumentos formais de documentação da estrutura acionária (incluindo quantidade e classe de ações atribuída a cada acionista, eventuais gravames incidentes sobre as ações e os movimentos de transferência de participação societária), das deliberações sociais e da atuação dos órgãos de administração, em especial do Conselho de Administração (se houver) e Diretoria.

A Lei das Sociedades Anônimas prevê a obrigatoriedade de manutenção de diversos livros societários[244], incluindo, dentre outros, o livro de registro de ações nominativas, o livro de transferência de ações nominativas, o livro de atas das assembleias gerais, o livro de presença de acionistas e os livros de atas das reuniões dos órgãos de administração. Tradicionalmente, tais registros eram mantidos em livros físicos, sujeitos a escrituração manual dos cadernos e autenticação perante as Juntas Comerciais competentes.

Nos últimos anos, os livros societários passaram por progressiva transformação em direção a modelos eletrônicos de registro, armazenamento e validação documental. Em 2021, o DREI expediu a Instrução Normativa nº 82[245], por meio da qual tornou-se obrigatória a utilização de livros digitais para arquivamento de atos societários, substituindo os antigos livros físicos.

Estando inserida em um movimento mais amplo de modernização das relações empresariais e desburocratização da atividade econômica, a digitalização dos livros societários decorre, em grande medida, da evolução do regime jurídico dos documentos eletrônicos e das assinaturas digitais no ordenamento brasileiro.

O reconhecimento da validade de assinaturas eletrônicas e certificados digitais emitidos no âmbito da ICP-Brasil permitiu o fortalecimento da presunção de autenticidade e integridade de

244 Conforme art. 100 da Lei das Sociedades Anônimas.

245 BRASIL. Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração (DREI). Instrução Normativa DREI nº 82, de 19 de fevereiro de 2021. "Art. 3º Os livros de que trata o art. 1º deverão ser exclusivamente digitais, podendo ser produzidos ou lançados em plataformas eletrônicas. § 1º Os sistemas eletrônicos utilizados devem garantir, no mínimo, a segurança, a confiabilidade e a inviolabilidade dos dados." Disponível em: https://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/drei/legislacao/arquivos/legislacoes-federais/indrei822023_compilada.pdf. Acesso em: 05/06/2026.

documentos eletrônicos, reduzindo a dependência de suportes físicos para comprovação da regularidade dos instrumentos jurídicos, inclusive dos atos societários.

Os livros societários eletrônicos oferecem muitas vantagens operacionais, propiciando maior eficiência administrativa, redução de custos de armazenamento e facilitação do acesso às informações. Além disso, sistemas digitais permitem maior rapidez na atualização de registros acionários, automatização de controles internos e maior rastreabilidade das alterações realizadas nos documentos.

A utilização de plataformas digitais também tende a ampliar a segurança e preservação documental, especialmente mediante utilização de sistemas de *backup*, redundância de armazenamento e mecanismos criptográficos de proteção de dados. Em determinadas hipóteses, tecnologias baseadas em *blockchain* podem inclusive oferecer elevado grau de imutabilidade registral, reforçando a integridade histórica dos registros societários.

Em que pesem os benefícios operacionais associados à digitalização, o registro eletrônico de livros societários também acarreta desafios, em especial quanto à necessidade de preservação da autenticidade e confiabilidade dos registros. Portanto, a efetividade dos livros digitais depende da existência de mecanismos aptos a assegurar integridade documental, rastreabilidade das alterações realizadas, identificação dos responsáveis pelos lançamentos e preservação cronológica dos registros.

Isso porque, tanto em cenários de harmonia entre os sócios quanto em disputas societárias, os livros societários são meio de prova da titularidade acionária, regularidade das deliberações e exercício de direitos políticos e patrimoniais, devendo estar blindados quanto a eventuais manipulações indevidas.

Nesse contexto, o principal desafio jurídico não reside propriamente na admissibilidade dos registros eletrônicos, mas na construção de modelos regulatórios e tecnológicos capazes de assegurar que a digitalização dos livros societários preserve — ou até

mesmo fortaleça — as funções precípuas de transparência, segurança jurídica e confiabilidade documental por eles desempenhadas.

4. *SMART CONTRACTS* E EXECUÇÃO AUTOMATIZADA DE OBRIGAÇÕES SOCIETÁRIAS

O desenvolvimento das tecnologias de registros distribuídos (*distributed ledger technologies* – DLTs), especialmente a *blockchain*, propiciou a criação das moedas digitais e outras espécies de criptoativos – em especial a *bitcoin*[246]. Para além disso, a *blockchain* introduziu novas possibilidades de estruturação, formalização e execução de relações jurídicas patrimoniais.

As DLTs são tecnologias utilizadas para manutenção de um banco de dados composto por registros distribuídos, descentralizados, compartilhados e mantidos acessíveis por uma rede de computadores conectados entre si, de modo que os participantes possam obter documentos idênticos, protegidos por criptografia e com registros imutáveis[247]. Dessa definição, pode-se extrair as três principais características da *blockchain*: (i) a descentralização; (ii) o consenso de rede; e (iii) a imutabilidade[248].

Nesse contexto, os denominados *smart contracts*, ou contratos inteligentes, passaram a ocupar posição de destaque nos debates jurídicos contemporâneos. Embora inicialmente associados exclusivamente ao contexto dos criptoativos e das transações descentralizadas, os *smart contracts* vêm despertando interesse em diversos segmentos do direito empresarial, em razão de sua

246 NAKAMOTO, Satoshi. *Bitcoin: a peer-to-peer electronic cash system*. Disponível em: https://bitcoin.org/bitcoin.pdf. Acesso em: 05/06/2026.

247 BLEMUS, Stephanie. *Law and blockchain: a legal perspective on current regulatory trends worldwide*. Paris: Revue Trimestrielle de Droit Financier, v. 4. 2017, p. 13.

248 PORTO, Antônio Maristrello; LIMA JUNIOR, João Manoel de; SILVA, Gabriela Borges. *Tecnologia Blockchain e Direito Societário: aplicações práticas e desafios para a regulação*. Brasília: Revista de Informação Legislativa. RIL, v. 56, nº 233, p. 14. Disponível em: http://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/56/223/ril_v56_n223_p11. Acesso em: 05/06/2026.

capacidade de dar cumprimento a um contrato sem a necessidade de intervenção humana, por meio da execução programada de comandos previamente estabelecidos.

A expressão *smart contract* não possui definição jurídica uniforme, sendo designada usualmente como um programa computacional estruturado para executar automaticamente comandos previamente parametrizados a partir da ocorrência de determinadas condições objetivas, cuja lógica algorítmica estaria predefinida[249].

No âmbito das sociedades anônimas, a discussão acerca dos *smart contracts* se apresenta no contexto da crescente digitalização da governança corporativa e da expansão das infraestruturas tecnológicas aplicadas ao mercado de capitais. Assim, a incorporação de mecanismos automatizados à dinâmica societária pode vir a ampliar a eficiência operacional, reduzir custos de monitoramento e reforçar a previsibilidade do cumprimento de determinadas obrigações negociais. Ao mesmo tempo, contudo, a tecnologia também traz consigo desafios relacionados à interpretação contratual, à flexibilidade decisória e à preservação da autonomia da vontade em contextos mais complexos.

Do ponto de vista jurídico, contudo, é importante distinguir o contrato propriamente dito do instrumento tecnológico utilizado para sua execução automatizada, sendo que o *smart contract*, via de regra, não substitui o negócio jurídico subjacente, mas complementa a sua exequibilidade, atuando como mecanismo operacional para implementação automática de determinadas cláusulas previamente pactuadas pelas partes.

Essa distinção é de suma importância no direito societário, em que inúmeras relações jurídicas envolvem matérias de ordem pública,

249 "A título exemplificativo, é teoricamente possível que contratos inteligentes sejam elaborados a fim de autorizar que códigos inseridos na fechadura eletrônica de um imóvel para locação possam gerenciar com segurança as locações, pagamentos e ocupações desse imóvel, sem a necessidade de interação direta do proprietário". (ANDRIGHI, Fátima Nancy. *O surgimento da tecnologia blockchain e dos contratos inteligentes (smart contracts): funcionamento e desafios jurídicos*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, v. 3. 2018, p. 611).

obrigações complexas, cláusulas abertas e elementos interpretativos (aparentemente) incompatíveis com automatização integral[250]. Embora determinados comandos objetivos possam ser traduzidos em lógica computacional, como transferência de ativos mediante implementação de condições predefinidas, diversos aspectos das relações societárias carecem de interpretação jurídica, avaliação subjetiva e controle judicial.

A aplicação dos *smart contracts* aos acordos de acionistas é uma das hipóteses mais relevantes e desafiadoras de utilização da automação tecnológica no direito societário. Os acordos de acionistas, disciplinados pelo art. 118 da Lei das Sociedades Anônimas, desempenham função primordial no exercício de direitos pelos sócios e na estruturação da governança das companhias, permitindo a estruturação de mecanismos de coordenação de voto, restrições à circulação de ações, exercício do controle societário e funcionamento dos órgãos sociais.

A possibilidade de conversão de determinadas cláusulas desses acordos em comandos autoexecutáveis propiciaria maior previsibilidade e efetividade do cumprimento das obrigações pactuadas. Nesse contexto, estruturas baseadas em *blockchain* poderiam permitir, por exemplo, execução automática de transferência de ações quando do exercício de opções de compra, opções de venda, *tag along* ou *drag along*.

Dessa forma, a utilização de *smart contracts* em acordos societários poderia reduzir custos de monitoramento e litigiosidade, especialmente em hipóteses envolvendo obrigações objetivamente verificáveis. A automação também tende a reduzir riscos de inadimplemento estratégico, reforçando a estabilidade das relações negociais entre acionistas.

250 BROCHADO, Mariah; GLÓRIA, Luciano Ribeiro Tambasco; e PORTO, Lucas Magno de Oliveira. *Contratos Inteligentes na Blockchain: Validade e Restrições*. Rio de Janeiro: Teoria Jurídica Contemporânea, v. 6. 2021. PPGD UFRJ. Disponível em: https://revistas.ufrj.br/index.php/rjur/article/view/44806. Acesso em: 05/06/2026.

Cabe registrar, contudo, que a eficácia executiva dessas cláusulas perante a companhia depende da observância do disposto no art. 118, §3º da Lei das Sociedades Anônimas, que condiciona o exercício direto de obrigações de acordos de acionistas à sua averbação nos livros societários. A implementação prática de mecanismos autoexecutáveis exige, portanto, compatibilização entre o registro digital descentralizado e a infraestrutura registral formal da companhia.

Além disso, eventual reforma da Lei de Sociedades Anônimas para permitir a autoexecução dos acordos de acionistas (ou demais contratos) alteraria toda a lógica e estrutura da revisão judicial e controle de validade dos atos societários. Isso porque, em instrumentos convencionais, alegado descumprimento normalmente enseja discussão prévia (judicial ou extrajudicial) sobre a legitimidade da pretensão e a interpretação das cláusulas contratuais.

Em estruturas autoexecutáveis, por outro lado, a implementação do comando programado tende a ocorrer de forma imediata, suprimindo o espaço temporal para contestação prévia ou para revisão interpretativa anteriormente à efetivação do ato. Assim, em determinadas hipóteses, a execução automática de comandos programados pode produzir efeitos patrimoniais imediatos antes mesmo da apreciação judicial de eventual controvérsia acerca da validade, interpretação ou abusividade das cláusulas societárias subjacentes.

A tensão entre autoexecução tecnológica e tutela jurisdicional efetiva constitui, nesse contexto, um dos principais desafios legislativos e regulatórios relacionados à utilização de *smart contracts* no ambiente societário.

Outro desafio relevante envolve a integração entre os sistemas tecnológicos descentralizados e a infraestrutura jurídica e registral tradicional das sociedades anônimas. A efetiva implementação automatizada de transferência de ações, exercício de voto ou alteração de titularidade societária depende, em muitos casos, da compatibilização entre registros digitais descentralizados e os

mecanismos formais de escrituração societária previstos na legislação brasileira.

De um modo geral, a discussão acerca da incorporação de *smart contracts* em relações societárias evidencia processo gradual de transformação da própria estrutura empresarial, no qual o tradicional modelo institucional baseado em intermediários jurídicos, registros centralizados e mecanismos posteriores de *enforcement* poderá coexistir com modelos tecnológicos de execução programada e validação descentralizada.

5. INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL E RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES

Tal como a propagação da *internet* nos anos 1990, o desenvolvimento e o amplo acesso à inteligência artificial vêm alterando substancialmente a forma como as pessoas pensam, pesquisam, se informam, se comunicam e tomam decisões.

A crescente incorporação de ferramentas de inteligência artificial aos processos empresariais vem produzindo impactos relevantes sobre a governança corporativa e sobre o exercício da administração societária. A rotina das companhias tem passado a abarcar, de forma cada vez mais intensa, sistemas de análise preditiva, algoritmos de tomada de decisão, ferramentas automatizadas de *compliance* e modelos de processamento massivo de dados.

Nesse contexto, a crescente dependência de sistemas algorítmicos para formulação de estratégias empresariais, avaliação de riscos e tomada de decisões corporativas suscita questionamentos acerca dos parâmetros de diligência exigidos dos administradores, da supervisão adequada de ferramentas tecnológicas e da responsabilidade por decisões baseadas em modelos automatizados[251].

251 FILHO, Carlos Edison do Rêgo Monteiro; ROSENVALD, Nelson. *Responsabilidade Civil indireta e inteligência artificial*. In: BARBOSA, Mafalda Miranda et al. (Coord.). Direito Digital e Inteligência Artificial: diálogos entre Brasil e Europa. São Paulo: Editora Foco. 2021, p. 189.

Esses questionamentos introduzem novos desafios relacionados à interpretação dos deveres fiduciários previstos na Lei das Sociedades Anônimas. A questão torna-se ainda mais relevante nos casos de responsabilização dos administradores por eventuais prejuízos causados à companhia.

Isso porque, por um lado, a Lei das Sociedades Anônimas prevê que são deveres dos administradores da companhia, dentre outros: o dever de diligência, o dever de finalidade, o dever de lealdade e o dever de informar. Por outro lado, como historicamente consolidado em nosso ordenamento jurídico, são elementos da responsabilidade civil: (i) a conduta culposa ou dolosa do agente; (ii) o dano causado a terceiro; e (iii) o nexo causal entre a conduta e o dano[252]. Portanto, para responsabilização dos administradores da companhia, é imprescindível a demonstração de descumprimento dos deveres imputados por lei, bem como da ocorrência do dano.

Quando mecanismos de inteligência artificial são inseridos nessa equação, há invariavelmente um enfraquecimento do liame causal entre a conduta de um agente humano, qual seja o desenvolvedor do sistema, seu fornecedor de modo geral ou o usuário, e o dano causado[253], visto que o "resultado final" não seria derivado exclusivamente do ato humano.

Destaque-se que, especificamente no caso de administradores de sociedades empresárias, é aplicável o princípio denominado *business judgment rule*, originário do direito norte-americano, tradicionalmente compreendido como mecanismo de preservação e validação judicial

252 BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 ("Código Civil"): "Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 05/06/2026.
(...) Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo."

253 RIBEIRO, Julia Melo Carvalho. *Regulação da inteligência artificial à luz dos desafios impostos pela tecnologia à responsabilidade civil*. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). 2022. Disponível em: https://repositorio.ufmg.br/server/api/core/bitstreams/522d31e5-fe22-4829-ba33-e00d76f54190/content. Acesso em: 05/06/2026.

das decisões negociais tomadas de boa-fé, de forma informada e no interesse da companhia, ainda que seus resultados venham a ser danosos.

Embora o ordenamento brasileiro não tenha positivado expressamente esse princípio, a Lei das Sociedades Anônimas prevê que "o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia"[254] e a jurisprudência societária[255] reconhece a necessidade de preservação da discricionariedade dos administradores, especialmente em contextos de risco econômico inerente à atividade empresarial. Assim, a responsabilização dos administradores não decorre do mero insucesso da decisão empresarial, mas sim da violação dos deveres fiduciários de diligência, lealdade e informação.

A adoção dessas ferramentas, contudo, não afasta a responsabilidade dos administradores pela condução regular da companhia. A inteligência artificial permanece, sob a perspectiva jurídica, instrumento auxiliar de suporte à tomada de decisão, e não sujeito autônomo de imputação de deveres. Portanto, as decisões societárias continuam juridicamente atribuídas aos administradores e membros dos órgãos de governança, ainda que fundamentadas em análises produzidas por sistemas algorítmicos ou quaisquer outros dados por eles considerados.

Nessa linha, parte da doutrina utiliza-se da analogia para equiparar, *mutatis mutandis*, a responsabilidade por decisões tomadas por humanos com auxílio ou por intermédio de inteligência artificial à responsabilidade por fato de outrem[256] (como no caso dos pais, por atos

254 Conforme art. 159, §6º da Lei das Sociedades Anônimas.

255 "Por atos praticados nos limites dos poderes estatutários, o administrador assume uma responsabilidade de meio e não de resultado, de modo que somente os prejuízos causados por culpa ou dolo devem ser suportados por ele. Daí por que, em regra, erros de avaliação para atingir as metas sociais não geram responsabilidade civil do administrador perante a companhia, se não ficar demonstrada a falta de diligência que dele se esperava (art. 153 da LSA)." (Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 1.349.233/SP*, Relator: Min. Luis Felipe Salomão. 4ª Turma, julgado em 05/02/2015).

256 "A razão da responsabilidade por fato de outrem está em que a certas pessoas incube o dever de velar sobre o procedimento de outras, cuja inexperiência ou

dos filhos menores de idade e/ou inimputáveis) ou por fato da coisa[257] (como no caso de danos causados por objetos sob a sua guarda).

Nesse contexto, a utilização de inteligência artificial passa a integrar o próprio conteúdo do dever de diligência dos administradores. A avaliação acerca da adequação das ferramentas utilizadas, da qualidade dos dados processados, dos critérios algorítmicos empregados e dos riscos tecnológicos envolvidos torna-se parte indissociável da atuação diligente exigida dos órgãos de administração.

Portanto, torna-se necessário definir em que medida a utilização de sistemas algorítmicos altera o padrão de diligência esperado dos administradores e quais seriam os limites da deferência judicial em decisões fortemente baseadas em modelos automatizados.

Um dos principais desafios a serem enfrentados decorre da chamada opacidade algorítmica, característica da maior parte dos sistemas de inteligência artificial, especialmente aqueles estruturados a partir de modelos mais complexos ou de *machine learning*. Nesses, os próprios usuários dos sistemas (o que inclui diretores e conselheiros) não possuem pleno entendimento acerca da lógica interna utilizada pelo algoritmo para formulação de recomendações ou projeções. Esse fenômeno, frequentemente denominado *black box problem*[258], pode comprometer a capacidade efetiva de supervisão e controle da decisão automatizada.

---

malícia possa causar danos a terceiros. É lícito, pois, afirmar sob esse aspecto que a responsabilidade por fato de outrem não representa derrogação ao princípio de personalidade da culpa, porque o responsável é legalmente considerado em culpa, pelo menos em razão da imprudência ou negligência expressa na falta de vigilância sobre o agente do dano." (DIAS, José de Aguiar. *Da Responsabilidade Civil*. 11ª ed. Rio de Janeiro: Renovar. 2006, p. 742).

257 "Ora, não há nada tão incongruente como expressar em responsabilidade por fato da coisa a que deriva de acidentes ocorridos com veículos ou objetos em nossa propriedade ou sob nossa guarda, porque a coisa não é capaz de fatos; e todos que ocorrem, causando danos a terceiros, por intermédio de coisas, são, realmente, consequência da falta de vigilância ou prudência." (*Ibid.*, p. 578).

258 BLOUIN, Lou. *AI's mysterious 'black box' problem, explained*. Disponível em: https://umdearborn.edu/news/ais-mysterious-black-box-problem-explained. Acesso em: 05/06/2026.

Diante disso, pode-se sustentar que a utilização de inteligência artificial amplia a abrangência do dever de diligência dos administradores, exigindo não apenas análise crítica das recomendações produzidas pelos sistemas, mas também verificação razoável da confiabilidade metodológica, da qualidade dos dados utilizados e dos potenciais vieses algorítmicos envolvidos na tomada de decisão.

A supervisão adequada dos sistemas tecnológicos passaria, assim, a integrar os deveres fiduciários dos administradores. A mera adoção acrítica de recomendações produzidas por inteligência artificial não parece compatível com o padrão de diligência esperado na administração societária, especialmente em decisões estratégicas de elevada relevância econômica ou impacto para acionistas e investidores.

Assim, a preservação da autonomia decisória dos administradores assume papel central, sendo que a utilização de inteligência artificial não pode resultar em transferência indevida da função deliberativa dos órgãos societários para sistemas automatizados. Os administradores permanecem juridicamente responsáveis pela avaliação crítica das informações recebidas, pela ponderação dos interesses envolvidos e pela tomada final de decisões no interesse da companhia.

De forma geral, a incorporação de inteligência artificial à governança societária evidencia processo de transformação qualitativa dos deveres fiduciários tradicionais atribuídos aos administradores das companhias, os quais passam gradualmente a abranger competências relacionadas à governança tecnológica, supervisão algorítmica, segurança informacional e gestão de riscos digitais.

6. A DISCIPLINA JURÍDICA DOS ATIVOS DIGITAIS E SUA UTILIZAÇÃO NAS ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS

A expansão do mercado de ativos digitais produziu impactos relevantes sobre diversos segmentos da atividade econômica. Criptoativos, *tokens* digitais e demais representações eletrônicas

de valor passaram gradualmente a integrar operações comerciais, estruturas de investimento e estratégias patrimoniais corporativas, suscitando debates acerca de sua natureza jurídica e de sua compatibilidade com institutos clássicos do direito societário.

Inicialmente, a Instrução Normativa RFB nº 1.888/2019 conceituou criptoativo como "a representação digital de valor denominada em sua própria unidade de conta, cujo preço pode ser expresso em moeda soberana local ou estrangeira, transacionado eletronicamente com a utilização de criptografia e de tecnologias de registros distribuídos, que pode ser utilizado como forma de investimento, instrumento de transferência de valores ou acesso a serviços, e que não constitui moeda de curso legal".

Ainda que não haja um consenso quanto à natureza jurídica dos ativos digitais (ou mesmo uma homogeneidade entre eles, considerando que este conceito abarca diferentes modelos e estruturas), a Receita Federal do Brasil também publicou entendimento no sentido de que, para fins do Imposto de Renda, eles "devem ser declarados na Ficha Bens e Direitos como 'outros bens', uma vez que podem ser equiparadas a um ativo financeiro" [259].

Especificamente com relação a operações societárias, a Lei das Sociedades Anônimas admite a integralização de capital mediante conferência de bens suscetíveis de avaliação econômica[260], desde que observados os mecanismos legais destinados à preservação da integridade do capital social e à proteção de acionistas e credores. Sob essa perspectiva, determinados ativos digitais (especialmente aqueles

259 Disponível em: https://receita.economia.gov.br/interface/cidadao/irpf/2020/perguntao/p-r-irpf-2020-v-1-3-2020-10-27.pdf. Acesso em 05/06/2026.

260 "Quanto à leitura do fenômeno das criptomoedas sob as molduras do ordenamento jurídico brasileiro, considerando-se as normas gerais de direito, os usos dados a esses instrumentos, a regulamentação de institutos semelhantes e as manifestações de autoridades a respeito, é adequado o tratamento destas como uma coisa incorpórea, mais especificamente, um domínio eletrônico com valor abstrato ao qual se atribui direito de propriedade." (STELLA, Julio Cesar. *Moedas virtuais no Brasil: Como enquadrar as criptomoedas*. Revista da Procuradoria Geral do Banco Central, v. 11. 2017, pp. 149 a 162. Disponível em: https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/issue/view/26. Acesso em: 05/06/2026.

dotados de liquidez e valor patrimonial apurado objetivamente) podem, em tese, ser utilizados na integralização do capital social.

Com base nesse entendimento de que criptomoedas são bens incorpóreos que possuem valor pecuniário, são negociáveis e podem ser usados de diversas formas e para diferentes finalidades, o Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração – DNRC (sucessor do DREI) emitiu o Ofício Circular SEI nº 4.081/2020, por meio do qual concluiu que, de fato, não há nenhuma vedação legal à integralização de capital com criptomoedas, sendo esse entendimento repassado como orientação às Juntas Comerciais.

Posteriormente, foi promulgada a Lei nº 14.478/2022, a qual conceitua os ativos virtuais como "a representação digital de valor que pode ser negociada ou transferida por meios eletrônicos e utilizada para realização de pagamentos ou com propósito de investimento", representando importante avanço regulatório ao estabelecer diretrizes gerais aplicáveis à prestação de serviços relacionados a esses ativos.

No entanto, embora haja aparente consenso quanto à classificação dos ativos digitais como bens incorpóreos, suscetíveis a avaliação pecuniária, a utilização de ativos digitais nas estruturas societárias suscita desafios relevantes relacionados à heterogeneidade desses ativos, à volatilidade de mercado e à preservação da função econômica do capital social. Isso porque o conceito de "ativo digital" abrange estruturas tecnológicas e econômicas substancialmente distintas, incluindo criptomoedas, *utility tokens*, *stablecoins* e *security tokens*, cada qual submetido a dinâmicas próprias de circulação, liquidez e formação de valor.

Nesse contexto, a elevada volatilidade característica de determinados criptoativos pode representar fator de risco relevante para a estabilidade patrimonial da companhia. Oscilações abruptas de valor podem comprometer, em curto espaço temporal, a correspondência econômica entre o capital social formalmente registrado e o patrimônio efetivamente disponível da sociedade.

Pode-se dizer, inclusive, que a própria aplicação dos mecanismos tradicionais de avaliação previstos na Lei das Sociedades

Anônimas demanda adaptações metodológicas diante da ausência de critérios uniformes de precificação e da instabilidade observada em determinados mercados de ativos digitais.

Além da discussão relacionada à integralização de capital social, também se mostra relevante o debate acerca da conveniência e oportunidade da manutenção de ativos digitais na própria estrutura patrimonial permanente das sociedades empresárias. Embora não haja impedimentos jurídicos para que ativos digitais regularmente adquiridos ou incorporados ao patrimônio social componham os ativos das companhias, é fato que tal composição amplia os desafios relacionados à gestão de riscos, liquidez, custódia e segurança tecnológica da administração.

Dessa forma, a manutenção de exposição patrimonial relevante a ativos digitais tende a ampliar os deveres informacionais dos administradores, especialmente em companhias abertas submetidas a regimes mais rigorosos de transparência e *disclosure*. A opção pela aquisição de ativos digitais torna necessária não apenas a adequada divulgação da exposição patrimonial a esses ativos, dos critérios de avaliação adotados e dos riscos financeiros e tecnológicos envolvidos, mas também a implementação de mecanismos seguros de custódia, armazenamento e governança tecnológica voltados à proteção do patrimônio societário e dos investidores.

Nesse contexto, merece destaque o movimento de algumas companhias, denominadas *bitcoin treasury companies*, de adotar a criptomoeda digital *bitcoin* como principal ativo estratégico da tesouraria, conforme deliberação dos sócios, em Assembleia Geral. No Brasil, a Méliuz S.A. foi a primeira companhia aberta a aprovar essa estratégia, tendo sido deliberada pelos acionistas a reforma de seu objeto social para incluir a possibilidade de realização de investimentos em *bitcoin* como parte de sua estratégia de negócios (além das atividades atualmente exercidas), conforme fato relevante divulgado ao mercado em 15 de maio de 2025[261].

261 "Meliuz se torna a primeira *Bitcoin Treasury Company* do Brasil e anuncia aquisição de US$ 28,4 milhões em Bitcoin". Disponível em: https://ri.meliuz.com.br/List.aspx?idCanal=M1+NZO6PfaV4IaO6FBaqxg==&linguagem= pt&ano=2025&pagina=4#ancora. Acesso em: 05/06/2026.

No entanto, embora o tema criptoativos nos remeta quase que automaticamente para uma concepção de ativo de alta volatilidade (como é o caso da *bitcoin*), a análise das estatísticas divulgadas pela Receita Federal do Brasil revela que a maior parte das operações deste tipo tem por objeto a compra e venda de *stablecoins*, especialmente aquelas vinculadas ao dólar norte-americano, como o *Tether* (USDT) e o USD *Coin* (USDC)[262]. De forma bastante simplificada, podemos dizer que stablecoins são ativos virtuais, registrados via *Distributed Ledger Technologies* – DLTs, atrelados a um ativo de referência[263]".

Assim, a aquisição de *stablecoins* atreladas a um ativo de referência tem despontado como uma alternativa à aquisição do ativo em si, sendo que tais ativos apresentam elevada liquidez e disponibilidade para transações (a maior parte das corretoras de criptoativos funciona 24 horas por dia), além de baixo custo operacional.

No contexto brasileiro, destaca-se ainda que até recentemente não havia incidência de Imposto sobre Operações Financeiras – IOF sobre as transações envolvendo *stablecoins*, por não se tratar de uma "operação de câmbio", como previsto na legislação tributária[264].

Ocorre que, em novembro de 2025, o Banco Central do Brasil editou a Resolução BCB nº 521[265], em vigor desde fevereiro de 2026, que reenquadra as operações com stablecoins referenciadas em moeda

262 Disponível em: https://www.gov.br/receitafederal/pt-br/assuntos/noticias/2023/outubro/criptoativos-receita-federal-detecta-crescimento-vertiginoso-na-movimentacao-de-stablecoins. Acesso em: 05/06/2026.

263 MELLO, José Luiz Homem de; CEITLIN, Laura Freitas; MESQUITA, Fernão. *Stablecoins: uma análise jurídico-regulatória a partir de suas funcionalidades*. Lift Paper, v. 6, edição especial. 2023, p. 9. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/eventos/Documents/moedas_digitais/tokenizacao/WorkTOK-Mimeo-Direito_1B_B_Stablecoins_Uma_analise_juridico_regulatoria_a_partir_de_suas_funcionalidades.pdf Acesso em: 05/06/2026.

264 O art. 63 do Código Tributário Nacional prevê a incidência de IOF "sobre operações de crédito, câmbio e seguro, e sobre operações relativas a títulos e valores mobiliários". Há projetos de lei em trâmite no Congresso Nacional que têm como escopo especificamente.

265 BRASIL. Banco Central do Brasil (BCB). *Resolução nº 521*, de 10 de novembro de 2025. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=521. Acesso em: 05/06/2026.

estrangeira como operações de câmbio, nos termos do art. 76-A da Lei nº 14.286/2021. Embora a definição do fato gerador do IOF seja matéria reservada à lei (art. 63 da Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966, o "Código Tributário Nacional"), a subsunção dessas operações ao conceito legal de câmbio tende a atrair, na prática, a incidência do IOF-Câmbio, com consequente impacto sobre os custos operacionais até então observados nesse segmento.

Constata-se, portanto, que a opção pela manutenção de criptoativos pelas companhias pode refletir não apenas um maior apetite ao risco, mas também uma estratégia de alocação patrimonial e gestão operacional, tendo em vista que nem todos os ativos digitais são de elevada volatilidade ou especulativos.

Em perspectiva macro, a incorporação de ativos digitais às estruturas patrimoniais das companhias evidencia processo gradual de desmaterialização dos ativos econômicos tradicionalmente vinculados ao patrimônio empresarial.

Nesse cenário, é imprescindível que haja a adequação das regras pertinentes a este tema com a nova realidade, de modo a assegurar que a evolução tecnológica da atividade econômica não afaste ou comprometa a preservação das funções estruturais historicamente desempenhadas pelo capital social no direito societário brasileiro, sendo que a utilização de ativos digitais nas estruturas societárias deve permanecer compatível com os princípios de transparência, integridade patrimonial, proteção de credores, estabilidade societária e segurança jurídica que fundamentam a disciplina das sociedades anônimas.

7. CONCLUSÃO

A incorporação de novas tecnologias às estruturas empresariais vem promovendo transformações relevantes na governança corporativa, na dinâmica patrimonial das companhias e nos mecanismos tradicionais de organização societária.

A análise empreendida ao longo deste artigo permite extrair um eixo comum às transformações examinadas. A digitalização das assembleias e a desmaterialização dos livros societários reorganizaram os mecanismos formais de deliberação e documentação, sem alterar a sua função jurídica essencial. Os *smart contracts* apresentam-se como instrumentos de execução automatizada de obrigações, subordinados, contudo, ao negócio jurídico subjacente e à infraestrutura registral prevista em lei. Pode-se dizer que a disseminação das ferramentas de inteligência artificial ampliou o conteúdo do dever de diligência dos administradores, sem deslocar a titularidade da decisão para sistemas algorítmicos. E a tokenização e os ativos digitais introduziram novos elementos no patrimônio empresarial, sem dispensar a observância dos princípios estruturantes de transparência, integridade patrimonial e proteção dos acionistas e credores.

Nesse cenário, a Lei das Sociedades Anônimas tem demonstrado significativa capacidade adaptativa diante das novas dinâmicas econômicas e tecnológicas, comportando-se como moldura normativa elástica, capaz de acolher inovações sem comprometer seus fundamentos. As reformas legislativas e regulatórias observadas nos últimos anos ilustram esse movimento de absorção gradual da tecnologia pelo direito societário, ainda que persistam importantes desafios relacionados à proteção de investidores, à integridade patrimonial, à transparência informacional e à preservação da segurança jurídica.

Olhando para os próximos anos e décadas, alguns temas tendem a exigir desenvolvimento legislativo, regulatório e jurisprudencial mais consistente. Entre eles destacam-se: a eventual admissão de modelos deliberativos assíncronos para companhias abertas e fechadas, com a consequente reconfiguração da lógica de simultaneidade que historicamente caracteriza a assembleia geral; a integração entre estruturas autoexecutáveis baseadas em *blockchain* e os mecanismos registrais tradicionais, especialmente no contexto dos acordos de acionistas; a delimitação dos contornos do dever de diligência dos administradores diante da opacidade algorítmica e da crescente

dependência de sistemas automatizados na tomada de decisão; e a consolidação de um regime jurídico próprio para os ativos digitais incorporados ao patrimônio societário, capaz de conciliar liquidez, volatilidade e as funções clássicas do capital social.

A evolução tecnológica da atividade empresarial não implica superação dos fundamentos clássicos do direito societário, mas sim sua adaptação funcional a novas formas de organização econômica. O desafio dos próximos cinquenta anos consistirá justamente em compatibilizar inovação tecnológica e estabilidade institucional, assegurando que a modernização das estruturas societárias permaneça alinhada aos princípios fundamentais que historicamente sustentam a governança corporativa e a disciplina das sociedades anônimas.

CONFLITO DE INTERESSES NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS: DA INSTABILIDADE REGULATÓRIA BRASILEIRA ÀS SOLUÇÕES PROCEDIMENTAIS DE PORTUGAL E ESTADOS UNIDOS

Sofia Arruda Prado[266]
Júlio Mendes Silveira[267]
Thiago de Oliveira Paculdino[268]

1. INTRODUÇÃO

A Lei nº 6.404/1976 (a "Lei das S.A.") representou um marco na evolução do direito empresarial brasileiro, sendo reconhecida como "*uma das mais modernas e perfeitas leis acionárias*"[269]. Ao longo dos seus 50 anos de vigência, sua aplicação contribuiu decisivamente para o desenvolvimento de um modelo de companhia adequado às necessidades da grande empresa privada diante da crescente complexidade das estruturas societárias, possibilitando a expansão do mercado de valores mobiliários e conferindo maior proteção legal aos direitos dos acionistas minoritários e do público investidor, em conformidade com a declarada intenção prévia dos redatores do anteprojeto da lei[270].

266 Diretora do Grupo de Estudos de Direito Empresarial (GEDEMP). Bacharel e advogada pela Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

267 Coordenador do Grupo de Estudos de Direito Empresarial (GEDEMP). Bacharelando na Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

268 Coordenador do Grupo de Estudos de Direito Empresarial (GEDEMP). Bacharelando na Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), com período de mobilidade acadêmica na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (FDUL).

269 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *O novo conceito de sociedade coligada na lei acionária brasileira*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 50, nº 159/160, pp. 39-52, 2011, p. 39.

270 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração e modificações*. 3 ed. v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

Não obstante esse indiscutível desenvolvimento, observa-se relevante persistência quanto ao debate doutrinário acerca do interesse social e do exercício do direito de voto pelo acionista ou administrador, especialmente em relação à caracterização do conflito de interesses e à definição de seus efeitos jurídicos. A divergência reside na clássica e reiterada discussão entre a aplicação da teoria formal ou material do conflito de interesses, cujo entendimento, ainda sem solução definitiva no ordenamento brasileiro, continua a dividir a doutrina, a jurisprudência e os órgãos reguladores, revelando que, mesmo após 50 (cinquenta) anos de promulgação da Lei das S.A., o tema ainda ocupa posição central na orientação do direito societário contemporâneo.

Percebe-se que, no cenário brasileiro, a discussão quanto ao impedimento do exercício do direito de voto diante de um conflito de interesses está centralizada no mérito da deliberação sobre a qual incide o suposto conflito, e não no procedimento que resultou naquela manifestação de voto. Ou seja, enquanto o debate jurídico nacional se concentra em definir *se* havia conflito e *quando* ele deveria ter sido identificado, pouca atenção é dedicada aos mecanismos procedimentais que poderiam, desde o início, estruturar a tomada de decisão de forma a mitigar ou afastar o próprio conflito. Ainda, a imprecisão legislativa observada na Lei das S.A., conforme se passa a demonstrar oportunamente, reforça a insegurança jurídica que permeia a problemática do conflito de interesses em exercício do direito de voto dos acionistas e administradores.

Destaca-se também que essa falta de direcionamento possui reflexos nos julgados da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), que, ao julgar casos envolvendo conflitos de interesse, apresentou oscilação de seu entendimento em temas conceituais relevantes, ora entendendo o conflito como formal, ora como material. Diante disso, percebe-se que a problemática se submete à "*interpretação pessoal dos diretores que entram e saem da autarquia em intervalos de*

tempo relativamente curtos"[271], situação que, reforça-se, não condiz com o atual estágio de desenvolvimento do direito societário brasileiro e compromete a estabilidade das relações no âmbito societário[272].

Lado outro, sob a perspectiva do direito comparado, observa-se que a dicotomia entre conflito formal e conflito material constitui discussão particularmente marcante no direito societário brasileiro, decorrente da imprecisa interpretação conferida ao artigo 115, § 1º, da Lei das S.A. Embora Portugal[273] e Estados Unidos[274] também enfrentem situações em que interesses particulares possam comprometer a imparcialidade dos acionistas ou dos administradores frente ao interesse social, tais ordenamentos não priorizam a disciplina do conflito de interesses a partir da análise do mérito da deliberação ou da operação conflituosa. Ao contrário, privilegiam mecanismos voltados à transparência das operações, à independência dos órgãos de administração e ao controle da equidade das deliberações.

Assim, o presente estudo parte da constatação de que o direito societário brasileiro ainda concentra parcela significativa da discussão sobre conflito de interesses na definição da teoria aplicável aos dispositivos da Lei das S.A., ao passo que os modelos português e norte-americano parecem privilegiar mecanismos voltados à prevenção do conflito antes mesmo da deliberação societária. Portanto, por meio de uma análise comparativa entre os três ordenamentos em questão, busca-se demonstrar que as diferenças existentes não se restringem à previsão normativa do conflito de interesses, mas refletem distintas

271 FREITAS, Ricardo de Santos. *O conflito de interesses em assembleias gerais de sociedades anônimas como ilustração da necessidade de expedição de súmulas administrativas pela Comissão de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, ano LVII, nº 176/177, pp. 127-146, ago. 2018/jul. 2019, pp. 130 e 136.

272 CAPURUÇO, Guilherme Rocha; LARA, João Luís Cesconi. *Conflito de interesses de acionistas na jurisprudência da CVM: evolução e tendências*. In: Estudos sobre conflitos societários. Belo Horizonte: Expert, pp. 261-292, 2024, p. 261.

273 Código das Sociedades Comerciais (CSC). Decreto-Lei n.º 262/86 de 2 de setembro de 1986. Disponível em: https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1986-34443975. Acesso em: 24 de junho de 2026.

274 Model Business Corporation Act (MBCA). Disponível em: https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/model-business-corporation-act/. Acesso em: 24 de junho de 2026.

concepções acerca da tutela do interesse social, do papel dos deveres fiduciários e da própria função desempenhada pelo direito societário na prevenção de abusos no exercício do direito de voto. Pretende-se, ao final, identificar possíveis contribuições dos modelos estrangeiros para o aperfeiçoamento da prática empresarial brasileira.

2. EIXO TEMÁTICO E DIVERGÊNCIAS DOUTRINÁRIAS BRASILEIRAS

Antes de adentrarmos na análise comparativa referente à tutela do conflito de interesse no Brasil, em Portugal e nos Estados Unidos, convém, primeiro, definir quais seriam os interesses conflitantes em contexto societário.

A existência de qualquer conflito de interesses pressupõe, primeiramente, a existência de dois interesses diametralmente divergentes[275]. Aqui, podem se incluir os conflitos entre o interesse da sociedade e o do acionista controlador, dos administradores, entre acionistas, entre outros.

Embora haja vasta divergência doutrinária acerca do enquadramento e da definição de "*interesse da sociedade*", sem o objetivo de esgotar o tema, filiamo-nos ao entendimento de que este seria o interesse comum dos sócios enquanto sócios[276], ou seja, da coletividade de sócios, e não de seus interesses individualmente considerados[277].

Portanto, caberiam aos acionistas, seja no contrato de sociedade ou nas deliberações sociais, definir o objetivo que almejam alcançar com aquele determinado empreendimento, de modo que a atuação dos gestores (sejam eles administradores ou diretores), estará, dentro

275 ULHOA COELHO, Fábio. *Notas sobre conflitos de interesses na administração de sociedade anônima*. Ano 1 (2015), nº 2, 529-546, p. 529.

276 GOMES, José Ferreira. *Sociedades Comerciais*. AAFDL Editora. Fevereiro/2026. p. 56.

277 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol, 2. Artigos 75 a 137. 4ª edição. 2008, p. 460.

da discricionariedade empresarial, delimitada pelo escopo definido pelos acionistas.

Assim, o conflito de interesses nas sociedades anônimas se manifesta, essencialmente, em duas situações: nas transações com partes relacionadas - em que a companhia negocia com quem tem poder de influenciá-la, como controladores ou administradores, afastando a presunção de comutatividade; e nas hipóteses em que, mesmo entre partes formalmente independentes, os responsáveis pela negociação se apropriam de benefícios particulares que comprometem sua imparcialidade. Em ambos os casos, o risco é o mesmo: a contaminação do processo decisório por interesses individuais incompatíveis com o interesse social.

Logo, cabe ao direito tutelar os conflitos de interesses que correspondem às situações em que, para a satisfação de um interesse (em sua grande maioria, particular), é necessário o sacrifício[278] [279] ou a restrição à concretização de um interesse social e coletivo, resultando em prejuízos à sociedade ou aos acionistas e terceiros.

No Brasil, acerca da tutela de tais conflitos, há muito se discute, em especial quanto à última hipótese do disposto no § 1º do artigo 115, da Lei das S.A., qual deve ser o critério adotado para a tutela dessas situações conflitantes, sendo: *(i)* o *conflito formal*, em que há, *a priori*, a identificação do conflito, resultando em impedimento de participar na formação da vontade da companhia pelos sócios ou administradores conflitados; ou *(ii)* o *conflito material (ou substancial)*, em que a ocorrência de conflito de interesse é analisada casuisticamente, *a posteriori*[280].

278 VENTURA, Raúl. *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais. Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*. Coimbra. Almedina, 1992. p. 553. In: VASQUES, José. *Estruturas e conflitos de poderes nas sociedades anónimas*. Coimbra Editora. 2007. p. 242.

279 MENDES, João de Castro. *Direito Processual Civil*. Lisboa. AAFDL, 1980. vol. I, p. 62. In: VASQUES, José. *Op.Cit.* p. 242.

280 BLOK, Marcella. *Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas: Critério de Apuração Formal ou Substancial?*. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, v. 153/154, 2010, pp. 59-64.

Como defensor do critério formal, Modesto Carvalhosa destaca que:

> "a configuração do interesse conflitante, além das duas hipóteses tipificadas na lei, torna-se uma questão que *a priori* somente pode ser deslindada através do critério formal. Impossível encarar a questão casuisticamente. Tão-só se pode configurar, na espécie, o conflito de interesses no sentido amplo ou geral e no pressuposto da própria licitude do negócio jurídico."[281]

Já enquanto defensor do critério material, Erasmo Valladão argumenta que:

> "entendemos, dessa forma, que, ao fazer referência a 'interesse conflitante com o da companhia', no § 1º, do art. 115, a lei não está se reportando a um conflito meramente formal, mas sim a um conflito substancial, que só pode ser verificado mediante o exame do conteúdo da deliberação. [...] Se o acionista vota, deve-se verificar então, o modo como votou: se, efetivamente, sacrificou o interesse da companhia ao seu interesse pessoal, com prejuízo, potencial ou atual, à companhia ou aos outros acionistas, seu voto será nulo, bem como anulável a deliberação tomada, se o voto foi decisivo para a formação da maioria. Em suma, a lei não estabeleceu, para tal situação, um *divieto di voto*, como o fez para as demais hipóteses do § 1º, do art. 115."[282]

281 CARVALHOSA, Modesto. *Op. Cit.*, p. 467.

282 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A*. São Paulo: Malheiros, 1993, p. 97.

Embora o debate acerca do critério a ser adotado seja sempre atual, muito em razão da jurisprudência vacilante da CVM, pode-se questionar a pertinência da controvérsia[283], em especial do foco dado exclusivamente ao mérito da declaração, e não ao procedimento previamente realizado que resultou naquela deliberação.

Desse modo, este artigo irá se propor a analisar não a doutrina majoritária (se material ou formal) aplicável no Brasil, em Portugal e nos Estados Unidos, mas sim os mecanismos de prevenção ao conflito de interesse, centralizando a discussão no procedimento empresarial que resultou naquela deliberação, e não somente no mérito do que foi deliberado.

3. O MODELO BRASILEIRO: AMBIGUIDADE LEGISLATIVA E INSTABILIDADE REGULATÓRIA

No Brasil, o debate doutrinário quanto à adoção da teoria formal ou da teoria material surge a partir da interpretação sistemática dos imprecisos dispositivos, inseridos na Lei das S.A., que tratam a respeito da proibição do exercício de voto pelo acionista ou administrador que esteja em conflito de interesses com a companhia. Neste Capítulo, passamos a analisá-los.

3.1. A IMPRECISÃO DO ARTIGO 115 DA LEI DAS S.A.

O artigo 115, *caput*, da Lei das S.A. (dispositivo central do regime do conflito de interesses aplicável aos acionistas), estabelece que será considerado abusivo o voto exercido pelo acionista *(i)* em matérias que puderem beneficiá-lo de modo particular; e *(ii)* deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

São sobre essas duas hipóteses que se instala o debate entre as teorias formal e material. O § 1º do artigo 115 da Lei das S.A., ao

283 ULHOA COELHO, Op. cit., p. 543.

reproduzir o artigo 82 do Decreto-Lei nº 2.627 de 1940[284], afirmando apenas que o acionista "*não poderá votar*", é lida pela teoria formal como impedimento prévio absoluto; pela teoria material, como condição resolutiva sujeita à verificação posterior do conteúdo do voto - o que impossibilita um entendimento pacificado quanto ao tema.

Os §§3º e 4º do artigo 115 estabelecem consequências distintas conforme a irregularidade praticada: no voto abusivo, o acionista responde pelos prejuízos causados à companhia, ainda que seu voto não tenha prevalecido na deliberação; no conflito de interesses, a sanção é mais grave - a própria deliberação é anulável, e o acionista fica obrigado a restituir as vantagens indevidamente auferidas. A anulabilidade da deliberação, nesse segundo caso, revela que o legislador tratou o voto em conflito como vício que contamina o próprio resultado, e não apenas como conduta individual a ser sancionada - o que é mais compatível com a lógica da teoria formal, que exige o afastamento prévio, do que com a da teoria material, que permite o voto e só intervém depois, mediante demonstração de prejuízo[285].

3.2. O IMPEDIMENTO FORMAL EXPRESSO DOS ADMINISTRADORES ATRAVÉS DO ARTIGO 156 DA LEI DAS S.A.

A lei acionária tratou de formas diferentes os conflitos de interesses observados entre acionistas e administradores da companhia. Enquanto há o antigo debate quanto ao momento de verificação do conflito dos acionistas, no caso dos administradores, o artigo 156 da Lei das S.A. é expresso: o administrador está proibido de intervir tanto na operação em que tiver interesse conflitante, quanto da própria deliberação dos demais administradores a seu respeito,

284 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A*. São Paulo: Malheiros, 1993, p. 90.

285 BRASIL. Lei nº 6.404, de 1976. Art. 115, §§3º e 4º. Conforme o §3º, o acionista responde pelos danos causados ainda que seu voto não tenha prevalecido. O §4º prevê a anulabilidade da deliberação e a obrigação de restituir as vantagens auferidas.

cabendo-lhe, ainda, o dever de comunicar o impedimento e registrar em ata a natureza e a extensão do seu interesse[286].

Pode-se afirmar que tal proibição surge em contrapartida ao dever de lealdade que o administrador possui diante da companhia, o qual aparece expressamente no ordenamento brasileiro na primeira parte do *caput*[287] do artigo 155 da Lei das S.A. Os administradores, em razão da posição que ocupam nos órgãos da companhia, da confiança sobre eles depositada quando eleitos e da sujeição da companhia aos seus atos, são compreendidos como fiduciários por excelência, devendo agir e gerir a sociedade não em seu próprio benefício, mas em atenção ao interesse do ente coletivo.[288] Assim, o dever de lealdade atribuído ao administrador o obriga a agir sempre no interesse da companhia, "*fazendo com que este prevaleça e se abstendo de tomar qualquer medida que, em interesse próprio ou alheio, o prejudique*"[289]. Em suma, o dever de lealdade impõe que o administrador deve servir à companhia, e não se servir dela[290].

Neste sentido, o regime do artigo 156 da Lei das S.A. é estruturado em torno de três obrigações que o tornam mais rigoroso e preciso do que o aplicável aos acionistas: o impedimento é prévio e formal, incidindo antes da deliberação e não como consequência do voto; o administrador tem o dever de comunicar sua situação de conflito aos demais membros do órgão; e deve registrar em ata a natureza e extensão do seu interesse, conferindo rastreabilidade ao processo

286 BRASIL. Lei nº 6.404, de 1976. Art. 156, caput e §§1º e 2º.

287 Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios [...].

288 SPINELLI, Luis F. *Administração das Sociedades Anônimas: lealdade e conflito de interesses*. São Paulo: Almedina, 2020, p. 11.

289 LARGUINHO, Marisa. *O dever de lealdade: concretizações e situações de conflito resultantes da cumulação de funções de administração*. Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, a. 5, v. 9, p. 187-213, mar. 2013, pp. 191-193.

290 TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administrador*es. 2ª ed. São Paulo: Atlas. 1999, p. 58.

decisório[291]. O §1º exige ainda que eventuais negócios celebrados com a companhia observem condições equitativas, e o §2º sanciona a violação com a anulabilidade do negócio e a obrigação de devolução das vantagens obtidas.

A comparação entre os dois regimes revela uma incoerência interna ao próprio diploma legal: para os administradores, o legislador foi preciso e adotou explicitamente a lógica formal; para os acionistas, valeu-se de redação ambígua que abre espaço para interpretações opostas. O ordenamento brasileiro, portanto, já dispõe dos elementos necessários para uma solução mais clara, mas não os organizou de forma coerente, o que está na origem da instabilidade que o tema carrega até hoje.

3.3. O ARTIGO 117, §1º, 'F' DA LEI DAS S.A.: ABUSO DE PODER DO CONTROLADOR

O artigo 117, "f", da Lei das S.A., estabelece que o acionista controlador deverá responder pelos danos causados se contratar com a companhia em condições de favorecimento pessoal ou não equitativas. O artigo 117, §1º, "f", é frequentemente citado pelos defensores da teoria material como argumento em seu favor: ao permitir que o controlador contrate com a companhia - desde que em condições equitativas -, o legislador não vedou a operação em si, mas apenas o favorecimento indevido, o que sugeriria que a intenção não era impedir o voto, mas apenas responsabilizar o controlador pelo resultado caso a contratação seja não equitativa[292].

291 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 389-393. O autor destaca que o dever de comunicação e registro em ata é condição de validade do procedimento e que a equitatividade do negócio é exigência material cumulativa ao afastamento formal.

292 EIZIRIK, Nelson. Op. cit., p. 501-502. O autor observa que a alínea 'f' do art. 117, §1º, pressupõe a validade do contrato entre controlador e companhia, desde que em condições equitativas — o que revelaria que o legislador não proibiu a operação em si, mas apenas o favorecimento indevido.

A leitura combinada com o artigo 115, §1º, revela, porém, uma tensão que a lei não resolve. Se o primeiro dispositivo autoriza a contratação equitativa entre controlador e companhia, e o segundo veda o voto em deliberações com interesse conflitante, a questão que permanece em aberto é: pode o controlador votar na assembleia que aprova um contrato do qual ele próprio é parte? É justamente essa contradição que o Parecer de Orientação CVM nº 35 tentou equacionar - sem pleno êxito, como se verá a seguir.

3.4. OS PARECERES DE ORIENTAÇÃO Nº 34 E Nº 35 DA CVM E O CASO TRACTEBEL (PAS CVM RJ 2009/13179)

A CVM realizou seus primeiros esforços sistemáticos sobre o tema por meio dos Pareceres de Orientação nº 34 (2006)[293] e nº 35 (2008)[294]. O primeiro delimitou o conceito de benefício particular, estabelecendo que o impedimento de voto independe da demonstração de prejuízo concreto - posição alinhada à teoria formal[295]. O segundo, mais ambicioso, buscou oferecer uma solução procedimental para operações entre controladora e controlada, recomendando a adoção de comitê especial independente ou a aprovação pela maioria dos

293 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Parecer de Orientação CVM nº 34,* de 18 de agosto de 2006. Impedimento de voto em casos de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme sua espécie, classe ou titularidade. Interpretação do §1º do art. 115 da Lei 6.404/76. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare034.html.

294 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Parecer de Orientação CVM nº 35*, de 1º de setembro de 2008. Deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare035.html.

295 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *O Conceito de Benefício Particular e o Parecer de Orientação nº 34*, p. 568. O autor critica a ausência de audiência pública prévia à edição do Parecer 34, bem como a amplitude do conceito de benefício particular ali adotado.

acionistas minoritários como mecanismos de mitigação do conflito, em clara inspiração no modelo norte-americano[296].

O caso Tractebel (PAS CVM RJ 2009/13179)[297], contudo, expôs os limites dessa iniciativa: a CVM deixou claro que as salvaguardas procedimentais do Parecer nº 35 não afastavam o impedimento legal de voto previsto no artigo 115, §1º - o comitê independente era boa prática de governança, não um porto seguro que autorizasse o acionista conflitado a votar.

Como se verá no Capítulo 5 a seguir, ao contrário do que ocorre nos EUA, onde a adoção das mesmas salvaguardas produz efeitos jurídicos claros sobre o padrão de revisão judicial, no Brasil elas não geram qualquer consequência jurídica definida, uma lacuna que, como se verá, está na raiz da instabilidade que persiste até hoje.

3.5. OSCILAÇÕES NA JURISPRUDÊNCIA DA CVM

Nesse viés, o tema do conflito de interesses nas sociedades anônimas, sobretudo no que diz respeito à falta de direcionamento quanto à teoria adotada, também possui reflexos nos julgados da CVM.

296 ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS (AMEC). *Carta à CVM sobre o Parecer de Orientação nº 35 e a Instrução CVM nº 361*, de 23 de novembro de 2018. A AMEC apontou que o mercado tendia a preferir o comitê independente à aprovação pela maioria da minoria, por ser mais fácil de controlar, e pediu que a CVM exigisse apenas a aprovação assemblear como regra básica.

297 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo nº RJ 2009/13179* (caso Tractebel). Relator: Diretor Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em 9 set. 2010. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf. O caso envolveu a Tractebel Energia S.A., companhia aberta controlada pela GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. Em dezembro de 2009, o conselho de administração da Tractebel aprovou a celebração de contrato para aquisição, da própria controladora GDF, de 99,99% das ações da Suez Energia Renovável S.A. A operação — uma típica transação com parte relacionada — foi submetida à assembleia geral dos acionistas da Tractebel, que deveria deliberar sobre sua aprovação. Diante do potencial conflito de interesses da controladora GDF, a Tractebel propôs a constituição de um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas, nos moldes do Parecer 35. A CVM, no entanto, não aceitou que a existência do comitê fosse suficiente para afastar o impedimento de voto da controladora. No voto condutor, o Diretor Alexsandro Broedel Lopes foi direto: o próprio Parecer 35 deixava expresso que sua aplicação era direcionada especificamente à hipótese do art. 264 da Lei das S/A.

Em menos de vinte anos, a autarquia transitou pelo menos três vezes entre posicionamentos opostos - da teoria formal para a material e de volta à formal - sem que nenhuma dessas transições tivesse sido acompanhada de alteração legislativa ou de novo Parecer de Orientação que conferisse estabilidade ao entendimento adotado. O resultado é um ambiente em que a previsibilidade regulatória depende, em última análise, da composição do colegiado em cada momento.

A jurisprudência administrativa da CVM sobre o conflito de interesses é marcada por oscilações que expõem o problema estrutural do modelo brasileiro. Em agosto de 2022, o colegiado adotou a teoria material no julgamento do caso Saraiva (PAS nº 19957.003175/2020-50), envolvendo a votação do acionista controlador da Livraria Saraiva em deliberação sobre plano de recuperação judicial. Por maioria, entendeu-se que a simples possibilidade de conflito não era suficiente para impedir o voto, de modo que seria necessário demonstrar que ele foi exercido em detrimento do interesse social, em leitura fundada nos princípios majoritário e da presunção de boa-fé.

O mesmo entendimento foi aplicado, meses depois, no caso Springer (PAS nº 19957.004392/2020-67), consolidando, ao menos temporariamente, a mudança para a adoção da teoria material. Em 2023, porém, com a renovação parcial do colegiado, o caso Saraiva foi retomado e o resultado revertido: o novo colegiado retornou à teoria formal, reconhecendo que o potencial conflito de interesses era, por si só, suficiente para o impedimento, independentemente de qualquer demonstração de prejuízo concreto.

Em abril de 2025, no julgamento do PAS nº 19957.013476/2024-15, a CVM condenou a ex-presidente do conselho de administração da Livraria Saraiva por ter votado na aprovação de suas próprias contas como administradora, reafirmando que essa hipótese constitui caso típico de conflito formal objetivo - impedimento prévio e absoluto. O ciclo evidencia que a orientação regulatória sobre tema central do direito societário não decorre de reforma legislativa ou de processo participativo, mas da submissão à "*interpretação pessoal dos diretores que entram e saem da autarquia em intervalos de tempo relativamente*

curtos"[298], situação que, reforça-se, não condiz com o atual estágio de desenvolvimento do direito societário brasileiro.

4. TUTELA DO CONFLITO DE INTERESSES EM PORTUGAL

4.1. CONTEXTO EUROPEU

O ordenamento português, em razão da condição de Estado-Membro, está submetido ao Direito da União Europeia ("DUE"), que se divide entre direito originário - composto pelo Tratado da União Europeia, pelo Tratado de Funcionamento da União Europeia e pela Carta Europeia dos Direitos Fundamentais - e direito derivado, formado por diretrizes, pareceres, tratados e decisões que orientam a formação das normas jurídicas nos Estados-Membros[299]. É patente a primazia do direito comunitário sobre o direito interno, embora os Estados-Membros[300] possuam autonomia limitada para legislar em determinadas matérias.

Ao que interessa ao presente artigo, trataremos da Diretriz dos Direitos dos Acionistas II (SHRD II) de 2017[301], em especial no que se refere às regras fixadas para transações com partes relacionadas, e a sua transposição ao ordenamento português.

298 FREITAS, Ricardo de Santos. *O conflito de interesses em assembleias gerais de sociedades anônimas como ilustração da necessidade de expedição de súmulas administrativas pela Comissão de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, ano LVII, nº 176/177, pp. 127-146, ago. 2018/jul. 2019, pp. 130 e 136.

299 GOMES, José Ferreira. *Direito das Sociedades Cotadas*. 2ª edição. AAFDL. outubro/2023. p. 94

300 CUNHA, Paulo de Pitta e. *Direito Europeu: Instituições e Políticas da União*. Almedina. julho/2006. p. 51

301 UNIÃO EUROPEIA. *Diretiva 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho*, 17 de maio de 2017, altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX:32017L0828. Acesso em: 12 jun. 2026.

4.2. A DIRETRIZ DOS DIREITOS DOS ACIONISTAS II E A LEI Nº 50/2020

Em um contexto pós-crise de 2008, o legislador europeu, buscando reforçar os direitos dos acionistas e aproximá-lo das sociedades listadas, alterou a Diretriz dos Direitos dos Acionistas, por meio da Diretriz dos Direitos dos Acionistas II (a "SHRD II"), que foi transposta ao direito interno português por meio da Lei nº 50/2020[302].

No âmbito do presente artigo, serão analisadas as disposições relativas às regras de proteção dos acionistas e da própria sociedade em situações de transações com partes relacionadas.

Tais disposições podem ser sintetizadas em três macro grupos[303]: *(i)* as sociedades listadas devem definir quais transações com partes relacionadas são "relevantes" para os efeitos das novas regras (artigo 9°- C/1 SHRD II[304]); *(ii)* as transações estabelecidas como relevantes devem ser divulgadas publicamente (artigo 9°- C/2 e 3 SHRD II[305]);

302 PORTUGAL. *Lei nº 50/2020, de 25 de agosto*. Transpõe a Diretiva (UE) nº 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, relativa a direitos dos acionistas de sociedades cotadas no que concerne ao seu envolvimento a longo prazo, altera o Código dos Valores Mobiliários, o Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo e o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, e revoga a Lei nº 28/2009, de 19 de junho. *Diário da República*, Lisboa, nº 165, série I, 25 ago. 2020. Disponível em: https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/lei/50-2020-141084326. Acesso em: 15 jun. 2026.

303 GOMES, José Ferreira. ROLO, António Garcia. *Análise Crítica da Transposição da Diretriz dos Direitos dos Acionistas II: em especial, aproximação da sociedade aos acionistas e transações com partes relacionadas*. Revista do Direito das Sociedades XI. 2019. 11:3-4. pp. 701-733. Disponível em: https://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/analise-critica-da-transposicao-da-diretriz-dos-direitos-dos-acionistas-ii-em-especial-aproximacao-. Acesso em: 15 jun 2026.

304 Art. 9°-C/1 SHRD II: "Os Estados-Membros devem definir as transações relevantes para efeitos do presente artigo, tendo em conta: a) A influência que as informações sobre a transação podem ter sobre as decisões económicas dos acionistas da sociedade; b) O risco decorrente da transação para a sociedade e para os seus acionistas que não sejam partes relacionadas, incluindo os acionistas minoritários."

305 Art. 9°-C/2 SHRD II: "2. Os Estados-Membros devem assegurar que as sociedades anunciem publicamente as transações relevantes com partes relacionadas o mais tardar no momento em que forem realizadas. (...)
3. Os Estados-Membros podem prever que o anúncio referido no nº 2 seja acompanhado de um relatório que avalie se a transação é justa e razoável do ponto de vista da sociedade e dos acionistas que não são partes relacionadas, incluindo os

e *(iii)* a partir da definição das transações relevantes, estas devem ser aprovadas sob o crivo da assembleia geral ou pelo órgão de administração ou fiscalização (artigo 9°- C/4 SHRD II[306]).

Há ainda imposição de que, se uma transação com partes relacionadas envolver um administrador ou um acionista, este não poderá participar da deliberação que a aprove (Considerando nº 43 da SHRD II)[307].

Tais proibições e requisitos para aprovação de uma transação com partes relacionadas demonstram o caráter prévio e proibitivo da legislação europeia e, por consequência, da legislação portuguesa. Isso porque, presume-se que tais transações possam prejudicar as sociedades e/ou os seus acionistas, em razão de envolverem necessariamente conflitos de interesses que devem ser tutelados, e, por conseguinte, envolverem um risco elevado de privilégio aos interesses particulares em detrimento dos interesses sociais[308].

4.3. CONFLITO DE INTERESSE ENTRE ADMINISTRADORES E A SOCIEDADE

Partindo agora para análise do disposto no Código das Sociedades Comerciais de Portugal (o "CSC"[309]), em especial ao aplicável às sociedades anônimas, infere-se que, acerca dos conflitos de interesse entre administradores e a sociedade, o código buscou tutelar duas

acionistas minoritários, e que explique os pressupostos em que se baseia e os métodos utilizados. (...)".

306 Art. 9°-C/4 SHRD II: "Os Estados-Membros devem assegurar que as transações relevantes com partes relacionadas sejam aprovadas pela assembleia-geral ou pelo órgão de administração ou de supervisão da sociedade segundo procedimentos que impeçam as partes relacionadas de explorar a sua posição e que ofereçam uma proteção adequada dos interesses da sociedade e dos acionistas que não são partes relacionadas, incluindo os acionistas minoritários."

307 43. "Caso a transação com uma parte relacionada envolva um administrador ou um acionista, estes não deverão participar na aprovação ou na votação.

308 GOMES, José Ferreira. ROLO, António Garcia. *Op. Cit.* p. 718.

309 PORTUGAL. *Código das Sociedades Comerciais*. Aprovado pelo Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de setembro. *Diário da República*, Lisboa, Série I, nº 201, 2 set. 1986. Disponível em: Código das Sociedades Comerciais - CSC. Acesso em: 16 jun. 2026.

situações diversas, mas que estão interconectadas: *(i)* os negócios celebrados entre a sociedade e o administrador (artigo 397/2, CSC[310]); e *(ii)* a atuação dos administradores em conflito de interesses (artigo 410/6, CSC[311]).

Os administradores de uma sociedade anônima, possuem, como obrigação principal, a gestão de recursos de terceiros, quais sejam, os acionistas (a "obrigação de administrar"[312]), de modo que só não devem participar de tal gestão nas hipóteses em que estejam conflitados[313]. Em razão disso, a legislação impede previamente a sua participação em hipóteses de conflito de interesse[314].

Quanto aos negócios realizados entre a sociedade e o administrador, percebe-se que o legislador optou por presumir a existência do conflito de interesses, de modo a realizar um impedimento prévio à celebração de tais contratos, impondo, sob pena de nulidade: *(i)* a necessidade de autorização pelo conselho de administração, "*no qual o interessado não pode votar*"; e *(ii)* a obrigatoriedade de um "*parecer favorável do conselho fiscal ou da comissão de auditoria*".

As hipóteses para que esses contratos não sejam objeto de apreciação por outros órgãos, são apenas para os negócios compreendidos dentro do "*próprio comércio da sociedade*"[315] e em

310 Art. 397/2 do CSC: "São nulos os contratos celebrados entre a sociedade e os seus administradores, directamente ou por pessoa interposta, se não tiverem sido previamente autorizados por deliberação do conselho de administração, na qual o interessado não pode votar, e com o parecer favorável do conselho fiscal ou da comissão de auditoria.".

311 Art. 410/6 do CSC: "O administrador não pode votar sobre assuntos em que tenha, por conta própria ou de terceiro, um interesse em conflito com o da sociedade; em caso de conflito, o administrador deve informar o presidente sobre ele."

312 GOMES, José Ferreira. *Sociedades Comerciais*. AAFDL Editora. Fevereiro/2026. p. 353.

313 CUNHA, Paulo Olavo. *Direito das Sociedades Comerciais*. Grupo Almedina. 8ª edição. Outubro/2025. p. 1017.

314 CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS ANOTADO: *Regime Jurídico dos procedimentos administrativos de dissolução e de liquidação de entidades comerciais (DLA)*/ coord. António Menezes Cordeiro - 3ª ed. rev. e atualizada. Almedina. maio/2020. p. 1336.

315 Ou seja, negócios jurídicos que estejam compreendidos dentro do objeto social da sociedade.

que não seja concedida "*nenhuma vantagem especial seja concedida ao contraente administrador*" (artigo 397/5 do CSC[316]).

Desse modo, percebe-se que a intervenção judicial[317]-[318] parte da verificação do cumprimento dos requisitos procedimentais fixados no artigo 397/2 do CSC, quais sejam, a autorização pelo conselho de administração, com o impedimento de voto do administrador interessado, e o parecer favorável do conselho fiscal ou da comissão de auditoria.

Apenas na hipótese de tais procedimentos não terem sido observados é que se abre espaço ao intérprete verificar se o negócio se enquadra no "*próprio comércio da sociedade*" e se dele não resultou vantagem especial ao administrador contraente (exceção prevista no artigo 397/5, CSC), circunstâncias que, uma vez presentes, afastam a exigência de aprovação por tais órgãos societários[319].

Portanto, diferentemente da legislação e doutrina brasileira, a legislação portuguesa estabelece de forma clara e evidente o impedimento do administrador de votar nas deliberações em que esteja conflitado. A intervenção judicial, nesse modelo, tem escopo definido: verifica se os procedimentos de aprovação foram efetivamente observados - autorização pelo conselho de administração, com exclusão do voto do interessado, e parecer favorável do conselho fiscal ou da comissão de auditoria - e, subsidiariamente, se houve concessão de vantagem especial ao administrador ou se o negócio extrapola o objeto social da sociedade, hipóteses que afastariam a dispensa de aprovação pelos demais órgãos.

316 "5 - O disposto nos nºs 2, 3 e 4 não se aplica quando se trate de acto compreendido no próprio comércio da sociedade e nenhuma vantagem especial seja concedida ao contraente administrador."

317 PORTUGAL. Supremo Tribunal de Justiça. *Acórdão de 10 de maio de 2021*. Procedimento nº 2976/18.2T8LRA.C1.S1. Rel. Henrique Araújo.

318 PORTUGAL. Supremo Tribunal de Justiça. *Acórdão de 10 set. 2020,* Procedimento nº 1872/18.8T8LRA.C1.S1, Rel. Maria da Graça Trigo.

319 CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS ANOTADO. *Op. cit.,* 2020, p. 1313.

4.4. CONFLITO DE INTERESSE ENTRE ACIONISTAS CONTROLADORES E A SOCIEDADE

De modo semelhante, o tratamento do conflito de interesses entre acionistas e a sociedade no CSC assenta em um modelo predominantemente preventivo, em especial referente a negócios jurídicos formalizados ou a serem realizados entre o acionista e a sociedade, conforme exposto no artigo 384/6, CSC[320].

Diferentemente da discussão brasileira sobre os critérios formal ou material, o legislador português optou por estabelecer uma proibição injuntiva e imperativa**.** Isso porque, conforme se verifica no nº 7 do referido artigo[321], este regime não pode ser afastado pelo contrato de sociedade[322], o que reforça a intenção de salvaguardar o interesse social acima da autonomia privada dos sócios. Em outras palavras, em Portugal a questão não está aberta à interpretação nem à disposição das partes: o impedimento é uma regra de ordem pública societária, que vincula a companhia independentemente do que o seu estatuto preveja ou deixe de prever.

Nesta sede, a lei presume que o acionista em situação de conflito sacrificará o interesse da companhia em favor de um benefício particular, impedindo-o preventivamente de votar[323]. Por

320 "6 - Um accionista não pode votar, nem por si, nem por representante, nem em representação de outrem, quando a lei expressamente o proíba e ainda quando a deliberação incida sobre: a) Liberação de uma obrigação ou responsabilidade própria do accionista, quer nessa qualidade quer na de membro de órgão de administração ou de fiscalização; b) Litígio sobre pretensão da sociedade contra o accionista ou deste contra aquela, quer antes quer depois do recurso a tribunal; c) Destituição, por justa causa, do seu cargo de titular de órgão social; d) Qualquer relação, estabelecida ou a estabelecer, entre a sociedade e o accionista, estranha ao contrato de sociedade."

321 "7 - O disposto no número anterior não pode ser preterido pelo contrato de sociedade."

322 ALBUQUERQUE, Pedro de. GONÇALVES, Diogo Costa. *O impedimento do exercício do direito de voto como proibição genérica de atuação em conflito*. Revista do Direito das Sociedades III. 2011, 3, pp. 657-712.

323 GOMES, José Ferreira. *Conflitos de interesse entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador.* In: Paulo Câmara (coord.), Conflito de interesses no direito societário e financeiro: Um balanço a partir da crise, Almedina, 2010, pp. 75-213.

ser um mecanismo de prevenção, a circunstância que determina o impedimento é a situação objetiva de conflito, sendo irrelevante a intenção real do acionista ou a produção efetiva de danos para que a proibição seja aplicada.

Por consequência, além de estabelecer um mecanismo preventivo visando a proibição da atuação do acionista em conflito de interesses, o legislador ainda positivou um mecanismo reativo para salvaguardar o interesse da sociedade e dos demais sócios, qual seja, a nulidade do voto[324] e a anulabilidade da deliberação tomada por um acionista conflitado[325].

Dessa forma, a análise do modelo português revela uma diferença fundamental em relação ao Brasil: enquanto o direito brasileiro ainda discute se o conflito deve ser identificado antes ou depois do voto, Portugal resolveu essa questão por lei. O CSC estabelece regras claras, imperativas e que não podem ser afastadas pelo estatuto da companhia: o impedimento do administrador ou acionista conflitado é prévio, objetivo e presumido, cabendo ao Judiciário apenas verificar se os procedimentos de aprovação foram cumpridos e se houve vantagem indevida. Esse modelo, reforçado pela SHRD II, que impõe obrigações adicionais de transparência e aprovação independente para transações com partes relacionadas, demonstra que a adoção de uma lógica preventiva e procedimental é perfeitamente compatível com sistemas de *civil law* como o brasileiro e que a instabilidade que marca o tema no Brasil não é inevitável, mas resultado de uma escolha legislativa que pode, e deve, ser revisitada.

---

324 Artigo 93 do Código Civil Português (DL nº 47344/66, de 25 de Novembro): "Os negócios jurídicos celebrados contra disposição legal de carácter imperativo são nulos, salvo nos casos em que outra solução resulte da lei."

325 Artigo 58, 1b, do CSC: "1 - São anuláveis as deliberações que: [...] b) Sejam apropriadas para satisfazer o propósito de um dos sócios de conseguir, através do exercício do direito de voto, vantagens especiais para si ou para terceiros, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios ou simplesmente de prejudicar aquela ou estes, a menos que se prove que as deliberações teriam sido tomadas mesmo sem os votos abusivos;"

5. O MODELO NORTE AMERICANO: SALVAGUARDAS E INCENTIVOS

A discussão sobre qual teoria aplicar ao conflito de interesses, tão presente no Brasil, praticamente não existe nos Estados Unidos. Não porque o problema seja inexistente. Em verdade, as mesmas tensões entre interesses individuais e interesse social estão presentes em qualquer mercado de capitais desenvolvido. A diferença está na arquitetura do sistema: enquanto o Brasil debate o momento de verificação do conflito, os Estados Unidos desenvolveram um sistema de incentivos que torna racional, para os agentes envolvidos, o afastamento voluntário das deliberações conflitadas, independentemente de qual teoria formal ou material se adote. Este capítulo examina como esse sistema funciona, como ele evoluiu ao longo das últimas décadas e quais lições ele oferece para o debate brasileiro.

5.1. A ARQUITETURA REGULATÓRIA: DGCL, NASDAQ E AS CORTES

O direito societário norte-americano é um direito estadual[326] e Delaware consolidou-se como jurisdição dominante para a constituição de companhias abertas. O *Delaware General Corporation Law* ("DGCL") é, por isso, o diploma de referência adotado neste estudo[327]. Sobre ele, camadas adicionais se superpõem: a *NASDAQ Listing Rule 5630* exige

326 GEVURTZ, Franklin A. *Corporation Law*. 2ª ed. St. Paul: West Academic Publishing, 2010, pp. 1-3. Conforme o autor, o direito societário norte-americano é, estruturalmente, um direito estadual. Cada estado possui sua própria lei de sociedades por ações, e as companhias constituídas em determinado estado são regidas por essa lei, independentemente de onde operem. Cerca de 65% das companhias abertas listadas nas principais bolsas norte-americanas são constituídas em Delaware.

327 DELAWARE. *Delaware General Corporation Law* (DGCL). Title 8, Chapter 1. Disponível em: https://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.html. O DGCL é reconhecido como o mais sofisticado e influente diploma de direito societário dos Estados Unidos, sendo periodicamente atualizado pela General Assembly de Delaware com base em recomendações do Council of the Corporation Law Section da Delaware State Bar Association.

que transações com partes relacionadas acima de determinado valor sejam aprovadas pelo comitê de auditoria ou por outro órgão composto exclusivamente por diretores independentes[328]; e a *Securities and Exchange Commission* ("SEC") impõe deveres de divulgação em relação a essas transações, sem regular diretamente os processos de aprovação, o que é uma função atribuída primordialmente às cortes estaduais[329]. É precisamente aí que reside a singularidade do modelo: o *Delaware Court of Chancery* e a Suprema Corte de Delaware desenvolveram, por via jurisprudencial, um sistema de padrões de revisão (o *entire fairness* e a *business judgment rule*) que varia conforme o processo de tomada de decisão adotado pela companhia, criando incentivos convergentes para a adoção de boas práticas procedimentais.

5.2. O PADRÃO *ENTIRE FAIRNESS* E A LÓGICA DOS INCENTIVOS

Operações em que um controlador está em ambos os lados da transação, ou em que um diretor tem interesse conflitante, são sujeitas, por presunção, ao padrão de revisão mais rigoroso de Delaware: o *entire fairness*. Desenvolvido no caso *Weinberger v. UOP* (1983), este padrão exige que o réu demonstre que a operação foi inteiramente justa, tanto no plano procedimental (*fair dealing*) quanto no econômico (*fair price*), de forma cumulativa[330]. O ônus de demonstrar que a operação foi

328 NASDAQ STOCK MARKET. *Nasdaq Listing Rules, Rule 5630 – Related Party Transactions*. Disponível em: https://listingcenter.nasdaq.com. A Rule 5630 exige que as transações com partes relacionadas que envolvam valores superiores a USD 120.000 e em que um diretor, executivo ou acionista com participação superior a 5% tenha interesse direto ou indireto sejam aprovadas pelo comitê de auditoria ou por outro órgão composto exclusivamente por diretores independentes.

329 CLARK, Robert Charles. *Corporate Law.* Boston: Little, Brown and Company, 1986, pp. 159-165. O autor descreve o sistema de camadas regulatórias do direito societário norte-americano como um 'federalismo corporativo', no qual a concorrência entre estados pela incorporação de companhias produz incentivos para o desenvolvimento de normas mais eficientes.

330 DELAWARE COURT OF CHANCERY. *Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701* (Del. 1983). Nesse julgamento seminal, a Suprema Corte de Delaware articulou pela primeira vez o padrão do entire fairness de forma abrangente, estabelecendo seus

inteiramente justa, em processo adversarial perante o *Court of Chancery*, com acesso amplo à divulgação de documentos internos, recai sobre quem propõe a operação (em regra, o controlador ou a administração) - tarefa custosa e perigosa à reputação dos envolvidos[331] - o que cria poderoso incentivo para que as companhias adotem mecanismos que modifiquem esse cenário de revisão.

5.3. AS SALVAGUARDAS: COMITÊ INDEPENDENTE E *MAJORITY OF THE MINORITY*

A jurisprudência de Delaware desenvolveu, progressivamente, dois mecanismos que modificam o padrão de revisão aplicável às operações em conflito de interesses: o comitê especial de diretores independentes (*special committee*) e a aprovação pela maioria dos acionistas minoritários (*majority of the minority*). A adoção de qualquer uma dessas salvaguardas individualmente não elimina o *entire fairness*, mas inverte o ônus da prova, transferindo-o para o autor da ação[332]. Para produzir esse efeito, o comitê deve ser constituído antes das negociações, com membros genuinamente independentes, poderes reais de rejeição e capacidade de contratar assessores próprios[333]. A

dois componentes - fair dealing e fair price - como teste unificado para operações envolvendo controladores.

331 ENRIQUES, Luca; TRÖGER, Tobias. *The Law and Finance of Related Party Transactions*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 84-87. Os autores observam que o padrão do entire fairness é deliberadamente oneroso: ao exigir que o réu demonstre tanto a equidade do processo quanto a do preço, ele cria incentivo poderoso para que as companhias adotem voluntariamente salvaguardas que invertam o ônus da prova.

332 DELAWARE COURT OF CHANCERY. *In re MFW Shareholders Litigation, 67 A.3d 496, 528* (Del. Ch. 2013). Confirmado em: Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014): 'When a controlling stockholder conditions a transaction on both MOM approval and a fully-empowered, independent special committee, and that committee and the minority stockholders approve the transaction, then the business judgment rule, not entire fairness, applies.'

333 DELAWARE SUPREME COURT. *Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 645* (Del. 2014).Para que o comitê especial seja considerado plenamente independente para fins do padrão MFW, a jurisprudência de Delaware exige: (i) que seus membros não tenham relações financeiras ou pessoais materiais com o controlador; (ii) que o comitê tenha sido constituído antes do início das negociações; (iii) que tenha poderes reais para rejeitar a operação e para contratar assessores financeiros e jurídicos

aprovação pela maioria da minoria, por sua vez, deve ser condição de eficácia da operação (não mera consulta), imposta de forma irrevogável desde o início[334].

5.4. MFW (2014) E *IN RE MATCH GROUP* (2024): O *BUSINESS JUDGMENT RULE* COMO PRÊMIO

O caso *Kahn v. M&F Worldwide Corp.* (2014) estabeleceu que, quando o controlador condiciona a operação, *ab initio*, tanto ao comitê especial independente quanto à aprovação pela maioria da minoria (e ambas são cumpridas), o padrão aplicável deixa de ser o *entire fairness* e passa a ser o *business judgment rule*, sob o qual as cortes presumem a validade da decisão e somente intervêm diante de má-fé ou irracionalidade manifesta.

Sob o *business judgment rule*, as cortes presumem a validade da decisão e só intervêm em situações extremas, como quando demonstrado que os administradores agiram de má-fé, com interesse pessoal direto na operação, ou tomaram uma decisão tão flagrantemente irracional que nenhum gestor minimamente diligente a teria tomado. Fora dessas hipóteses excepcionais, o mérito da decisão não é examinado pelo Judiciário: a corte não avalia se a operação foi a melhor escolha possível, mas apenas se o processo que levou a ela foi conduzido de forma adequada[335]. A lógica é direta: ao condicionar a operação às duas salvaguardas desde o início, o controlador

independentes; e (iv) que tenha efetivamente negociado os termos da operação em condições de arm's length.

334 DELAWARE SUPREME COURT. *Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 647* (Del. 2014). A exigência de que a aprovação pela maioria da minoria seja uma condição de eficácia da operação — e não apenas uma consulta —, e de que ela seja imposta ab initio, antes do início das negociações, é fundamental para a lógica do MFW. A Suprema Corte de Delaware foi expressa: se o controlador condiciona a operação a essas salvaguardas apenas depois que surgem contestações, o benefício do business judgment rule não se aplica.

335 DELAWARE SUPREME COURT. *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635 (Del. 2014). A Suprema Corte estabeleceu que, quando o controlador condiciona a operação, *ab initio*, tanto à negociação por comitê especial independente plenamente habilitado quanto à aprovação pela maioria dos acionistas minoritários, e ambas as condições

demonstra que desistiu de usar sua posição para ditar o resultado e é justamente esse desarmamento voluntário que justifica o tratamento mais favorável pelo Judiciário[336].

Em 2024, o caso *In re Match Group* expandiu esse padrão para todas as transações em que o controlador receba benefício não rateável aos demais acionistas[337] (não apenas fusões de fechamento de capital), exigindo que todos os membros do comitê especial sejam independentes. Esse endurecimento (quanto à independência total do comitê) gerou insegurança no mercado e contribuiu para o movimento de reincorporação em outros estados, conhecido como "*DExit*", que impulsionou a reforma legislativa de 2025.

5.5. A EMENDA À SEÇÃO 144 DO DGCL (2025): CODIFICAÇÃO LEGISLATIVA DAS SALVAGUARDAS

Em março de 2025, o *Senate Bill* 21 (SB 21) introduziu emendas significativas ao DGCL, em especial às Seções 144 e 220[338]. Através dele, as salvaguardas foram codificadas, criando *safe harbors* estatutários explícitos: transações aprovadas por diretores desinteressados ou por maioria de acionistas desinteressados ficam protegidas de medidas cautelares e condenações em perdas e danos.

Para operações de *going private* (fusões de fechamento de capital), manteve-se a exigência cumulativa de ambas as salvaguardas; para as

---

são observadas, o padrão de revisão aplicável é o *business judgment rule*, e não o *entire fairness*.

336 DELAWARE SUPREME COURT. *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635, 645 (Del. 2014): *"The controller must have irrevocably and publicly disabled itself from using its control to dictate the outcome of the negotiations and the shareholder vote."*

337 DELAWARE SUPREME COURT. *In re Match Group, Inc. Derivative Litigation, 2024 WL 1449815* (Del. Apr. 4, 2024): '*We hold that entire fairness is the presumptive standard of review in any suit where a controlling stockholder stood on both sides of a transaction with the controlled corporation and received a non-ratable benefit.*' A decisão expandiu o alcance do padrão MFW para além das fusões de fechamento de capital (freeze-out mergers), aplicando-o a todas as transações em que o controlador receba benefício não rateável.

338 DELAWARE. *Senate Bill 21* (SB 21). Op. cit.

demais transações com controladores, basta uma delas[339]. A Suprema Corte de Delaware declarou a emenda constitucional em março de 2026, confirmando sua aplicação retroativa. O sistema passou, assim, a contar com previsibilidade legislativa expressa, reduzindo a dependência da jurisprudência e aumentando a previsibilidade para as companhias[340].

O SB 21 também redefiniu o conceito de acionista controlador, exigindo cumulativamente a detenção de ao menos um terço do poder de voto e o exercício de autoridade gerencial sobre a companhia - critério mais restritivo do que o anterior, que reduz o universo de transações sujeitas ao regime mais rigoroso das salvaguardas cumulativas.

5.6. NA PRÁTICA: PARTES EM CONFLITO NÃO VOTAM

O sistema norte-americano produz o afastamento voluntário das partes conflitadas por meio de quatro elementos combinados: o custo elevado do *entire fairness*, que torna o voto sem salvaguardas proibitivamente arriscado; o prêmio procedimental do *business judgment rule*, que torna racional a adoção das salvaguardas; o deslocamento do contencioso para a qualidade da execução das salvaguardas, e não para a admissibilidade do voto em si; e, desde 2025, a codificação legislativa que transforma boas práticas em porto seguro

339 A emenda ao §144(b) do DGCL estendeu o safe harbor a transações com controladores (transações em que o controlador está em ambos os lados ou recebe benefício não rateável), exceto operações de going private. Para essas últimas, manteve-se a exigência cumulativa de ambas as salvaguardas — comitê especial e aprovação pela maioria da minoria —, como já previa o padrão *MFW*. *GIBSONDUNN. Delaware Legislature Codifies Safe Harbors for Controller Transactions. Out. 2025*. Disponível em: https://www.gibsondunn.com. Acesso em: 22 de jul. de 2026.

340 SIDLEY AUSTIN LLP. *Delaware Supreme Court Upholds Section 144 Safe Harbor Amendments.* Mar. 2026. Disponível em: https://www.sidley.com. Acesso em: 22 de julho de 2026.
Em março de 2026, a Suprema Corte de Delaware julgou constitucional a emenda ao §144 do DGCL, afastando as alegações de violação ao due process e confirmando a aplicação retroativa do safe harbor a atos e transações ocorridos antes de 17 de fevereiro de 2025, salvo litígios já pendentes nessa data.

estatutário. O resultado é que, nos Estados Unidos, a pergunta "*pode o controlador votar?*" tornou-se irrelevante. A pergunta que importa é: "*quais salvaguardas a companhia adotou?*". Essa inversão é a diferença mais profunda entre os dois modelos.

6. CONCLUSÃO: ANÁLISE COMPARADA E CAMINHOS PARA O APRIMORAMENTO DO MODELO BRASILEIRO

A análise dos três ordenamentos examinados neste artigo revela trajetórias distintas para um problema comum. Portugal optou pela solução mais direta: o impedimento prévio, objetivo e imperativo do acionista ou administrador conflitado, inafastável pela autonomia privada. Os Estados Unidos chegaram ao mesmo resultado prático por outro caminho, isto é, não pela proibição expressa, mas por um sistema de incentivos que torna o voto em conflito sem salvaguardas proibitivamente custoso. O Brasil, por sua vez, partiu de premissa formalmente semelhante à norte-americana - a ausência de vedação absoluta -, mas sem construir o sistema de incentivos e consequências que faz o modelo americano funcionar. O resultado é que, enquanto Portugal e os Estados Unidos resolveram o problema, o Brasil ainda debate a questão anterior: *se havia* conflito e *quando* ele deveria ter sido identificado. Compreender essa divergência é o primeiro passo para identificar os caminhos que o Brasil precisa seguir.

6.1. COMPARAÇÃO ENTRE OS SISTEMAS

Os três modelos analisados partem de pontos de partida distintos, mas convergem em um aspecto: nenhum deles considera suficiente a simples proibição formal do voto como solução definitiva para o conflito de interesses. Portugal vai mais longe ao estabelecer impedimento prévio e imperativo, mas ainda assim complementa a proibição com procedimentos obrigatórios de aprovação independente e com mecanismos reativos de nulidade e anulabilidade. Os Estados

Unidos dispensam a proibição expressa, mas constroem em seu lugar um sistema de incentivos tão eficaz que produz, na prática, o mesmo resultado.

O Brasil, por sua vez, tem uma previsão legal que gera fortes divergências doutrinárias (a discussão entre aplicação das teorias formal e material), sem os mecanismos que a tornam efetiva. O que diferencia os três sistemas não é, portanto, a existência ou ausência de uma regra proibitiva, mas a arquitetura que a envolve: as consequências jurídicas das salvaguardas adotadas, a qualidade do *enforcement* e a estabilidade das regras ao longo do tempo.

Portugal e os Estados Unidos, a despeito de pertencerem a famílias jurídicas distintas (*civil law* e *common law*, respectivamente), chegaram a uma solução estruturalmente semelhante: substituíram o debate sobre *se havia* conflito por um sistema que define *como* ele deve ser gerido procedimentalmente. Em Portugal, o CSC estabelece impedimento prévio, objetivo e imperativo, inafastável pelo estatuto da companhia, cabendo ao Judiciário apenas verificar se os procedimentos foram observados e se houve vantagem indevida. A SHRD II reforçou essa lógica ao impor, no plano europeu, obrigações adicionais de aprovação independente e transparência para transações com partes relacionadas. Nos Estados Unidos, o resultado prático é equivalente, ou seja, as partes conflitadas não votam, mas o caminho é diferente: não há proibição expressa, mas um sistema de incentivos construído pela jurisprudência de Delaware que torna o voto em conflito sem salvaguardas proibitivamente custoso. A adoção do comitê independente e da aprovação pela maioria da minoria garante acesso ao *business judgment rule*, tornando racional o afastamento voluntário. A emenda ao §144 do DGCL, em 2025, codificou esse sistema em lei, conferindo-lhe a previsibilidade que antes dependia exclusivamente dos precedentes.

O Brasil é o caso atípico. Aqui, o debate permanece centrado na questão anterior: se havia conflito e quando ele deveria ter sido identificado. A oscilação da CVM entre as teorias formal e material ao longo de décadas, sem que qualquer reforma legislativa ou processo

participativo motivasse essas inflexões, evidencia que o sistema brasileiro não oferece às companhias um caminho procedimental claro cuja observância produza resultado jurídico previsível. O Parecer nº 35 tentou criar esse caminho e o caso Tractebel demonstrou que não funcionou: sem consequência jurídica definida para a adoção das salvaguardas, o sistema de incentivos não se fecha. O resultado é um ambiente em que a conduta mais racional para a companhia depende não das regras, mas da composição do colegiado da CVM em cada momento.

O quadro comparativo a seguir sintetiza as diferenças estruturais entre os três modelos:

	Brasil	**Portugal / UE**	**EUA (Delaware)**
Vedação ao voto	Ambígua (debate formal *vs.* material)	Prévia, objetiva e imperativa	Ausente, mas desincentivada
Salvaguardas	Recomendadas, sem consequência jurídica clara	Obrigatórias por lei	Voluntárias, com prêmio jurídico definido
Consequência das salvaguardas	Nenhuma garantida	Legalidade presumida	*Entire fairness* ou *Business judgment rule*
Enforcement	Administrativo (CVM), instável	Judicial, escopo definido em lei	Privado (*class actions*), robusto
Previsibilidade	Baixa: depende da composição do colegiado	Alta: regras de ordem pública	Alta: *safe harbor* codificado em 2025
Debate central	Se havia conflito e quando identificá-lo	Se os procedimentos foram cumpridos	Se as salvaguardas foram genuínas

6.2. PROPOSTAS DE APRIMORAMENTO PARA O MODELO BRASILEIRO

A comparação com os modelos português e norte-americano sugere que o aprimoramento do direito brasileiro não passa pela escolha definitiva entre teoria formal e material, mas pela superação dessa dicotomia. As três propostas a seguir (sem o objetivo de esgotar o tema, claramente) apontam caminhos concretos nessa direção.

A primeira e mais estrutural é a criação legislativa de um *safe harbor* procedimental. O Brasil precisa de uma norma que defina, com clareza, quais salvaguardas (se adotadas previamente e de forma genuína) produzem consequência jurídica definida para a companhia. Inspirado na experiência norte-americana e compatível com a lógica preventiva do modelo europeu, esse *safe harbor* poderia prever que operações em potencial conflito de interesses, conduzidas por comitê especial com requisitos objetivos de independência e submetidas à aprovação pela maioria dos acionistas não conflitados, sejam presumidamente válidas e protegidas de contestação judicial ou administrativa. O Brasil já conta com os ingredientes normativos dessa solução: os artigos 115 e 156 da Lei das S.A., o artigo 122, X (com a reforma de 2021) e as recomendações do Parecer nº 35, mas não os articulou de forma coerente em um regime com consequências jurídicas claras.

A segunda proposta é a regulamentação pela CVM dos critérios de identificação e aprovação de transações com partes relacionadas, nos termos do artigo 122, X, da Lei das S.A., ainda pendentes de regulamentação. Esse ato regulatório deveria ir além da simples definição de quais transações estão sujeitas à aprovação assemblear e estabelecer, de forma expressa, quais salvaguardas a autarquia reconhece como suficientes para mitigar o conflito e quais são as consequências regulatórias de sua adoção. A estabilidade desse entendimento, contudo, dependeria da edição de instrução normativa vinculante, e não de meros pareceres sujeitos à reversão a cada mudança de colegiado.

A terceira proposta é o fortalecimento do *enforcement* judicial especializado. A experiência comparada demonstra que a eficácia de qualquer sistema de governança corporativa depende criticamente da qualidade das instituições que o aplicam. Enquanto o *Court of Chancery* de Delaware produz precedentes técnicos, céleres e previsíveis, e o Judiciário português tem escopo de revisão claramente delimitado pela lei, o Brasil não parece dispor de estrutura judicial suficientemente especializada em direito societário capaz de produzir jurisprudência de qualidade com velocidade suficiente para acompanhar a dinâmica do mercado de capitais. A criação de câmaras ou varas especializadas em direito empresarial e mercado de capitais aumentaria o custo real de votar em conflito sem salvaguardas e, por consequência, o incentivo para adotá-las voluntariamente.

6.3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A instabilidade que marca o tratamento do conflito de interesses no Brasil não é uma fatalidade do sistema jurídico nacional, mas sim o resultado de escolhas institucionais que podem ser revisitadas. Portugal demonstra que a lógica preventiva e procedimental é perfeitamente compatível com sistemas de *civil law*. Os Estados Unidos, por sua vez, demonstram que um sistema de incentivos bem calibrado pode produzir, na prática, resultado equivalente ao de uma proibição expressa, mas sem os custos de rigidez que ela acarretaria.

O Brasil possui o arcabouço legal para avançar. O que parece faltar é a decisão de articulá-lo de forma coerente, oferecendo às companhias regras claras, previsíveis e uniformes sobre como conduzir deliberações em situação de conflito. Enquanto essa decisão não vier, o debate entre teoria formal e material continuará consumindo energia que poderia ser dedicada ao que realmente importa: garantir que as deliberações sociais reflitam o interesse da companhia, e não o interesse de quem as conduz.

O DEVER DE LEALDADE E O DESENVOLVIMENTO DE ATIVIDADES CONCORRENTES PELO ACIONISTA CONTROLADOR

Ricardo Peres Freoa[341]
Bruno Melnick Fernandes[342]

1. INTRODUÇÃO

O presente artigo parte de uma configuração específica, aqui denominada "configuração concorrencial": aquela em que o acionista controlador de uma *joint venture* listada desenvolve, em outras frentes de seu grupo econômico, atividades empresariais concorrentes ou sobrepostas com as da companhia controlada. Nessa configuração, intensificam-se o dever de reserva do controlador sobre os negócios sociais e o dever de não apropriação de oportunidades negociais. E nasce, para os administradores, dever fiduciário específico de gestão ativa do fluxo informacional, extraído dos arts. 153, 155 e 156 da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 ("Lei das S.A"), e densificado pela cláusula geral do art. 116, parágrafo único. Esse dever impõe à administração indagar formalmente o controlador sobre seus mecanismos de segregação informacional, obter declarações, documentar o processo decisório e ajustar os protocolos de circulação de dados ao risco identificado.

A configuração concorrencial não é residual. Em *joint ventures* listadas com controle compartilhado, a tensão entre o dever de lealdade do controlador e seu interesse em manter, em paralelo, as

341 Mestre em direito civil e bacharel em direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Advogado e sócio de Stocche Forbes Advogados, com atuação nas áreas de fusões e aquisições, direito societário e mercado de capitais.

342 Mestrando em direito dos negócios e bacharel em direito pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito SP). Advogado de Stocche Forbes Advogados, com atuação nas áreas de fusões e aquisições, contencioso societário e *special situations*.

atividades empresariais de seu grupo econômico assume caráter estrutural e permanente, e não meramente episódico.

O texto busca responder a três perguntas centrais: (i) qual o regime jurídico aplicável ao acionista controlador no que se refere ao tratamento de informações sociais, quando este desenvolve, em outras frentes de seu grupo, atividade concorrente com a companhia controlada?; (ii) que conteúdo assume o dever fiduciário dos administradores, nessa configuração concorrencial, no tocante à gestão do fluxo informacional entre a companhia e o controlador?; e (iii) quais instrumentos de governança a prática societária brasileira tem desenvolvido para acomodar, no funcionamento ordinário da companhia, a tensão estrutural decorrente dessa configuração?Aos cinquenta anos da Lei das S.A, no contexto em que se insere a presente coletânea, o tema permite evidenciar a vitalidade da cláusula geral do dever de lealdade do controlador. A redação aberta do art. 116, parágrafo único, mostrou-se apta a acomodar a configuração concorrencial, com o apoio da regulação infralegal editada posteriormente (em especial as Resoluções CVM n.ºs 44/2021 e 80/2022) e da jurisprudência administrativa e judicial desenvolvida ao longo do período.

2. A CADEIA DE INFORMAÇÕES NA SOCIEDADE ANÔNIMA E A POSIÇÃO FUNCIONAL DO ACIONISTA CONTROLADOR

Para a adequada análise do tema, é necessário retomar a estrutura institucional da sociedade anônima brasileira no que diz respeito à circulação interna de informações. O acesso à informação societariamente relevante não se distribui de forma uniforme entre os participantes da estrutura. A informação constitui, em si, bem incorpóreo de titularidade da companhia, gerado e desenvolvido no âmbito da atividade empresarial e protegido, por força da Lei n.º 9.279/1996, arts. 195, XI e XII, e da própria arquitetura fiduciária da Lei

das S.A, contra uso por terceiros que não sejam seus legítimos titulares.[343] Esse bem é alocado de forma diferenciada entre órgãos societários, acionistas e administradores, conforme a função desempenhada por cada um na estrutura da companhia. A diretoria, a quem incumbe a gestão ordinária dos negócios sociais (art. 138, *caput*, c/c art. 144), detém acesso amplo e contínuo às informações operacionais.[344] O conselho de administração, órgão colegiado de orientação geral e fiscalização (art. 142), dispõe de acesso institucional às informações necessárias à tomada de decisões estratégicas. Esse acesso é do órgão, e não do conselheiro individualmente considerado.[345] Os conselheiros, em sua dimensão individual, recebem as informações estritamente necessárias à deliberação a que são chamados; solicitações que extrapolem esse perímetro dependem, em regra, de deliberação colegiada do próprio conselho. Os acionistas, por sua vez, acessam informação por canais específicos: relatórios anuais, demonstrações financeiras, divulgações periódicas e eventuais e, quando instalado, o conselho fiscal.

O acionista controlador ocupa posição peculiar nesse arranjo. Diferentemente dos demais acionistas, dispõe de canal de acesso ampliado, que se justifica tanto pela função de orientar e dirigir as atividades sociais (art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A) quanto pela necessidade de elaborar demonstrações financeiras consolidadas (art. 249 da Lei das S.A). Esse acesso, contudo, possui natureza instrumental:

343 CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 314. Sobre a proteção de segredos de empresa e informações empresariais confidenciais, v. Lei n.º 9.279/1996, art. 195, XI e XII.

344 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. v. III. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 64.

345 A afirmação deve ser compreendida no sentido de que o conselheiro tem acesso às informações necessárias ao exercício regular de sua função deliberativa e fiscalizatória, especialmente aos materiais de suporte às reuniões, sem que isso se confunda com prerrogativa individual irrestrita de acesso a qualquer informação da companhia, fora dos procedimentos próprios do órgão. Nesse sentido, o Código do IBGC recomenda que a área de governança assegure aos conselheiros materiais distribuídos com antecedência, qualidade, relevância e profundidade adequadas, bem como acesso aos documentos societários necessários à deliberação. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 6. ed. São Paulo: IBGC, 2023, p. 48-49.

decorre da posição funcional que o controlador ocupa na estrutura da companhia e existe para viabilizar o exercício adequado de seus poderes-deveres.[346] Não se trata, portanto, de prerrogativa pessoal, mas de meio para o cumprimento de uma função.

A consequência dogmática é relevante. A informação acessada pelo controlador vem acompanhada, como contrapartida funcional, de deveres específicos quanto ao seu uso. O art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A, ao estabelecer que o controlador tem deveres e responsabilidades perante os demais acionistas, os trabalhadores e a comunidade, e que deve usar seu poder para fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir a sua função social,[347] delimita o âmbito dentro do qual esse acesso informacional pode legitimamente se exercer. O controlador acessa porque precisa dirigir; e, justamente, por exercer essa função, submete-se ao dever de lealdade que orienta sua atuação.[348]

Em estruturas de *joint venture* com controle compartilhado, esse esquema funcional é submetido a tensão particular. Há duas controladoras, cada uma com participação relevante no capital social, cada qual com canal próprio de acesso à companhia e — no recorte aqui examinado — cada uma desenvolvendo, em outras frentes de seu grupo econômico, atividades que podem sobrepor-se total ou parcialmente ao objeto social da sociedade controlada em conjunto. A informação que circula entre a companhia e cada controladora é,

346 A natureza funcional do acesso do controlador decorre, em última análise, do reconhecimento do controle como poder-função. V. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. No mesmo sentido, LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 598.

347 A redação do parágrafo único do art. 116 da Lei n.º 6.404/1976 é a seguinte: "*O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.*"

348 Conforme Salomão Filho, "o conteúdo dos deveres do controlador deve abranger, no mínimo, todos os deveres dos administradores, acrescidos dos deveres específicos extraíveis *a contrario sensu* do rol exemplificativo do art. 117, § 1.º". SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 198-199.

simultaneamente, informação sobre o negócio comum e potencial vantagem informacional para a atividade paralela do grupo controlador.

O fluxo informacional, que em estruturas tradicionais se mantém contido na lógica funcional do controle, passa a operar em dois registros distintos: o societário, no qual o acesso é legítimo; e o competitivo, no qual o uso da informação pelo grupo controlador, em apoio à atividade que mantém em paralelo e que concorre com a companhia, é precisamente o que o dever de lealdade — e, em determinadas configurações, o próprio direito concorrencial — coloca em questão.

Em *joint ventures* em que controladoras desenvolvem, em outras frentes, atividades que se sobrepõem ao objeto social da companhia, o acordo de acionistas costuma disciplinar, com maior ou menor grau de detalhe, os limites dessas atividades — definindo segmentos em que cada controladora pode ou não atuar, estabelecendo cláusulas de não concorrência limitadas a determinadas atividades e prevendo procedimentos para situações de conflito. A existência dessas cláusulas representa, em regra, sinal de boa governança *ex ante*: as partes reconheceram, no momento da celebração, a existência de tensão estrutural e procuram disciplinar, de forma antecipada, as situações previsíveis.[349]

O acordo de acionistas, contudo, apresenta três limitações estruturais que o tornam, mesmo quando tecnicamente bem elaborado, instrumento necessariamente parcial.

A primeira é a limitação temporal e tecnológica. O acordo é celebrado em determinado momento histórico e reflete os segmentos e atividades então existentes. A dinâmica econômica, porém, evolui com maior velocidade: novos mercados surgem, tecnologias criam adjacências comerciais antes inexistentes e formas de competição se transformam. Em *joint ventures* de longa duração, é comum que

349 Sobre a função organizativa do acordo de acionistas como instrumento de disciplina *ex ante* das tensões previsíveis em estruturas de controle compartilhado, v. SALOMÃO FILHO, Calixto. Acordo de acionistas. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 108-109.

a redação contratual não capture com precisão as configurações concorrenciais que emergem ao longo do tempo. A interpretação restritiva das cláusulas, embora juridicamente defensável, tende a gerar zonas de indeterminação — justamente aquelas em que o dever de lealdade, como cláusula geral, é chamado a atuar.

A segunda é a limitação subjetiva. O acordo de acionistas, ainda que arquivado na sede da companhia (art. 118 da Lei das S.A.), vincula apenas as partes signatárias — tipicamente, as controladoras. A companhia figura, em regra, como interveniente anuente, não como parte. Os deveres do controlador perante a companhia, derivados do art. 116, parágrafo único, têm fundamento legal autônomo e não se esgotam no instrumento contratual. O art. 118, § 2.º, é expresso ao estabelecer que o acordo não pode ser invocado para eximir o acionista de responsabilidade pelo exercício do direito de voto ou do poder de controle.[350] Assim, mesmo nas zonas em que o acordo se mostra lacunoso ou ambíguo, o regime legal permanece integralmente aplicável.

A terceira é a limitação material. O acordo tende a disciplinar a delimitação de atividades em sentido estrito — isto é, quem pode atuar em quais segmentos — mas raramente enfrenta, com igual profundidade, a dimensão informacional. Cláusulas de confidencialidade, segregação de informações e controle de acesso a dados estratégicos, quando presentes, frequentemente reproduzem formulações genéricas ou são deslocadas para instrumentos acessórios, como políticas internas ou regimentos do conselho, cuja efetividade depende de implementação posterior. Quando o controlador mantém atividades que concorrem com as da companhia, contudo, é precisamente na dimensão informacional que se concretiza o risco mais relevante — e é justamente nesse ponto que o acordo, com frequência, se revela menos denso.

350 A redação do art. 118, § 2.º, da Lei n.º 6.404/1976 é a seguinte: "*Esses acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (artigo 115) ou do poder de controle (artigos 116 e 117).*"

3. O DEVER DE RESERVA E A ATIVIDADE CONCORRENTE DO ACIONISTA CONTROLADOR

A primeira camada de disciplina jurídica aplicável à configuração concorrencial é o dever de reserva. O art. 155, *caput*, da Lei das S.A., embora dirigido textualmente aos administradores, tem seu conteúdo estendido, por simetria funcional, ao acionista controlador, por força da cláusula geral do art. 116, parágrafo único. A doutrina é convergente: o controlador é *insider* da companhia, e os deveres do administrador relativos ao tratamento de informações concorrencialmente sensíveis aplicam-se, igualmente, a ele.[351] A Resolução CVM n.º 44, de 23 de agosto de 2021, ao tratar dos deveres de sigilo sobre atos e fatos relevantes, inclui expressamente os controladores no rol de *insiders*, confirmando, no plano regulatório, leitura já consolidada no plano dogmático.[352]

A extensão funcional do dever ao controlador é coerente com a estrutura do sistema. Três fundamentos convergem. O primeiro é a própria cláusula do *caput* do art. 155, que impõe a quem exerce posição privilegiada de acesso o dever de "manter reserva sobre os seus negócios". O segundo é o inciso I do mesmo dispositivo, que veda a utilização de informações relevantes em proveito próprio ou de

351 Conforme Campos, "*o dever de sigilo não se limita às informações que são fornecidas aos administradores pela companhia (...), mas se aplica, igualmente, às informações obtidas de terceiros que lhes tenham sido dadas por conta da relação que o administrador tem com a companhia. Sobre essas informações também incide a proteção para efeitos do artigo 155 da LSA*". CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 831-832. No mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 73, para quem o dever de reserva alcança igualmente informações obtidas de terceiros em razão do vínculo com a companhia.

352 Resolução CVM n.º 44/2021, art. 8.º: "*Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.*"

outrem, com o objetivo de obter vantagem em violação ao dever de lealdade. O terceiro é a concepção do controle como poder-função: se o acesso informacional deriva do exercício de prerrogativas societárias, o seu uso fora desse registro viola a própria natureza funcional do poder que lhe é subjacente.[353]

Quando o controlador desenvolve, em outras frentes, atividade concorrente com a companhia, o dever de reserva assume contornos particularmente agudos. Informações que, em outras configurações, poderiam ser consideradas relativamente neutras — composição de margens, planos de expansão geográfica, *pipeline* comercial, projeções de resultado — passam a ter destinatário potencial claramente identificável: o grupo do controlador, em sua atividade paralela, é frequentemente o agente mais bem posicionado para utilizá-las em proveito próprio. O dever de reserva, nesse contexto, deixa de ser apenas norma de proteção genérica do segredo empresarial para assumir função de contenção de risco competitivo concreto. Sua violação tende a produzir efeitos imediatos ou, ao menos, altamente prováveis no plano competitivo.

Essa especificidade tem implicações relevantes tanto na delimitação do conteúdo do dever quanto na avaliação de seu eventual descumprimento. Sustenta-se neste estudo que o dever de reserva do controlador, no contexto em análise, não se esgota na proibição de divulgação da informação a terceiros estranhos à relação societária. Abrange, igualmente, a vedação ao uso da informação — ainda que mantida em estrita reserva quanto a terceiros — em benefício próprio ou de sociedades do mesmo grupo, no âmbito de atividade paralela à da companhia.[354]

353 Os §§ 1.º e 4.º do art. 155 da Lei n.º 6.404/1976 regem o plano do mercado de valores mobiliários — especialmente a proibição de negociação com base em informação privilegiada e o dever de comunicação ao órgão social competente. A vedação ao uso interno de informações sociais em atividade concorrente funda-se, para os fins deste artigo, no *caput* do art. 155, no inciso I do mesmo dispositivo e na concepção do controle como poder-função.

354 A leitura ampliada do dever de reserva aqui sustentada — segundo a qual o dispositivo abrange não apenas a divulgação a terceiros, mas também o uso interno em atividade paralela, ainda que mantida estrita reserva externa — encontra fundamento

A redação do art. 155, *caput*, combinada com o inciso I, é precisa ao vedar a utilização de informações relevantes em proveito próprio ou de outrem, com o objetivo de obter vantagem, em violação ao dever de lealdade. A circulação interna da informação no âmbito do grupo do controlador, quando destinada a subsidiar atividade concorrente — ainda que sem qualquer divulgação externa — configura, em tese, transgressão desse dever. A premissa é a de que a informação recebida em razão da posição societária possui destinação funcional delimitada: serve ao exercício das prerrogativas de controle, e não à exploração de atividades concorrenciais paralelas.

A consequência operacional dessa leitura é significativa. A administração da companhia, ao disponibilizar informações ao controlador, atua com base em uma premissa funcional: a de que a informação será utilizada para fins legítimos de orientação estratégica, fiscalização e consolidação contábil. Se essa premissa não estiver assegurada, isto é, se houver razões concretas para supor que a informação poderá ser utilizada também na atividade concorrente do controlador, a entrega da informação, sem cautelas adicionais, deixa de ser ato neutro de governança e passa a constituir, em si, fato juridicamente relevante.

4. A APROPRIAÇÃO DE OPORTUNIDADE NEGOCIAL E A ATIVIDADE CONCORRENTE DO ACIONISTA CONTROLADOR

O dever de reserva delimita o uso da informação obtida em razão da posição societária. Há, contudo, segunda dimensão do dever de lealdade, igualmente relevante na configuração concorrencial: a vedação à apropriação de oportunidades negociais da companhia pelo controlador. Ambas as dimensões são autônomas e complementares. O controlador pode violar a segunda sem ter violado a primeira.

---

dogmático na concepção do controle como poder-função, tal como desenvolvida por COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *op. cit.*, bem como na construção da extensão simétrica dos deveres do administrador ao controlador, defendida por SALOMÃO FILHO, *O novo direito societário*, *op. cit.*, p. 198-199.

A doutrina da *corporate opportunity*, desenvolvida nos sistemas de *common law*, encontra, no direito brasileiro, acolhida expressa nos incisos I e II do art. 155 da Lei das S.A.[355] O dispositivo veda ao administrador o uso, em proveito próprio ou de outrem, de oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do cargo, e impõe, correlatamente, o dever de não se omitir no aproveitamento de oportunidades de interesse da companhia.

A extensão dessa disciplina ao acionista controlador, por força do art. 116, parágrafo único, encontra marco consolidado na jurisprudência administrativa. O Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2008/1815, relatado pelo Diretor Eli Loria e julgado em 28 de abril de 2009, constitui referência paradigmática. Naquele precedente, a CVM sancionou o controlador por infração ao art. 116, parágrafo único, da Lei n.º 6.404/1976, em razão da constituição de sociedade concorrente sem oferecimento da oportunidade comercial à sua controlada. O voto vencedor aplicou ao controlador o teste clássico da *corporate opportunity*, segundo o qual a oportunidade pertence à companhia quando: (i) é financeiramente viável; (ii) é essencialmente vinculada ao seu objeto ou aos seus negócios; (iii) representa vantagem efetiva; e (iv) existe, por parte da companhia, interesse ou expectativa razoável de explorá-la.[356]

355 Para panorama comparado da circulação da doutrina da *corporate opportunity* entre os sistemas de *common law* e *civil law*, v. GELTER, Martin; HELLERINGER, Geneviève. Opportunity Makes a Thief: Corporate Opportunities as Legal Transplant and Convergence in Corporate Law. *Berkeley Business Law Journal*, v. 15, n. 1, 2018, p. 95 e ss. Sobre os dois testes desenvolvidos pelas cortes norte-americanas — o teste do interesse ou expectativa e o teste da linha de negócios — v. CLARK, Robert C. *Corporate Law*. 13. ed. New York: Aspen Law & Business, 1986, p. 225-229. Sobre a aplicação combinada dos dois testes pela jurisprudência mais recente, v. GELTER; HELLERINGER, *op. cit.*, p. 111.

356 CVM. Processo Administrativo Sancionador n.º RJ2008/1815. Rel. Diretor Eli Loria. Julgado em 28 abr. 2009. A ementa registra a "*caracterização de conduta irregular do acionista controlador — constituição de empresa concorrente sem oferecimento da oportunidade comercial a sua controlada — quebra do dever de lealdade — multa*". O voto vencedor, com referência aos critérios clássicos de *corporate opportunity*, considerou relevante a oportunidade da qual a companhia fosse financeiramente capaz de usufruir, que fosse essencialmente comum aos seus negócios, que representasse vantagem efetiva e em relação à qual a companhia tivesse interesse ou expectativa razoável.

Em grau recursal, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, no Recurso n.º 12.709, Acórdão/CRSFN n.º 10.807/11, relatado pelo Conselheiro Johan Albino Ribeiro e julgado em 9 de novembro de 2011, manteve a condenação, mas reduziu a multa aplicada, ao dar parcial provimento ao recurso voluntário e negar provimento ao recurso de ofício. O acórdão privilegiou critério objetivo de linha de negócios: se a oportunidade se insere no ramo de atuação explorado pela controlada, sua apropriação direta pelo controlador tende a caracterizar quebra do dever de lealdade.[357]

A divergência entre os dois julgados administrativos tem consequência prática relevante na configuração concorrencial. O teste quadripartite aplicado pela CVM exige a verificação cumulativa de quatro elementos — capacidade econômica da companhia, aderência essencial ao seu objeto, vantagem efetiva e interesse ou expectativa razoável de exploração — e pode, em determinados casos, excluir do universo de oportunidades atribuíveis à companhia operações que ela, por razões conjunturais, não estava em posição de aproveitar. O teste da linha de negócios, aplicado pelo CRSFN, opera com critério objetivo de sobreposição estrutural, sem exigir a verificação daqueles elementos adicionais. Em cenários de sobreposição estrutural de atividades, o teste da linha de negócios tende a ampliar o universo de oportunidades atribuíveis à companhia. Trata-se de questão aberta na jurisprudência administrativa brasileira.

No plano jurisdicional, o Superior Tribunal de Justiça reconheceu a possibilidade de responsabilização do controlador por violação ao dever de lealdade. No Recurso Especial n.º 1.679.154/SP, relatado pela Ministra Nancy Andrighi e julgado pela Terceira Turma em 22 de agosto de 2017, a Corte examinou pretensão indenizatória

357 CRSFN. Recurso n.º 12.709. Acórdão/CRSFN n.º 10.807/11. Rel. Conselheiro Johan Albino Ribeiro. Julgado em 9 nov. 2011. O acórdão deu parcial provimento ao recurso voluntário para reduzir a multa de R$ 45.768.000,00 para R$ 500.000,00 e negou provimento ao recurso de ofício. Na fundamentação, o CRSFN afirmou que, tratando-se do mesmo ramo de atuação em que havia acionistas minoritários na controlada, as oportunidades de negócios nesse ramo deveriam ser conduzidas pela companhia já estabelecida.

de acionistas minoritários fundada em exercício abusivo do poder de controle e violação do dever de lealdade em contexto relacionado ao aproveitamento de oportunidade de crescimento e à posterior diluição da participação minoritária.[358]

Quando o controlador mantém, em outras frentes, atividade concorrente com a companhia, a aplicação desses parâmetros revela-se particularmente sensível. A sobreposição estrutural de atividades faz com que numerosas oportunidades sejam, em tese, comuns tanto à companhia quanto à atividade paralela do controlador. A distinção entre oportunidade própria da companhia e oportunidade legitimamente explorável pelo controlador deixa, assim, de ser evidente, passando a depender de aplicação rigorosa dos critérios materiais desenvolvidos pela jurisprudência.

Considere-se, a título ilustrativo, hipótese em que a companhia atua em segmento adjacente ao de uma das controladoras — segmento que, embora não coincida integralmente com o objeto social, apresenta conexão econômica e tecnológica relevante. Surge oportunidade de expansão para esse segmento. A controladora, por sua vez, possui capacidade instalada para explorá-lo em sua atividade paralela. A definição acerca da titularidade da oportunidade dependerá da verificação, no caso concreto, dos elementos do teste jurisprudencial: capacidade econômica da companhia, aderência ao seu campo de atuação, existência de vantagem efetiva e presença de interesse ou expectativa razoável de exploração.

A aplicação consistente desses critérios tende, não raramente, a conduzir à conclusão de que oportunidades aparentemente disponíveis ao grupo controlador pertencem, em rigor, à companhia. É nesse ponto que a dimensão positiva do dever de lealdade — frequentemente menos enfatizada — assume relevância decisiva. O inciso II do art. 155 impõe ao administrador, e por extensão ao controlador, o dever

358 STJ. Recurso Especial n.º 1.679.154/SP. Rel. Min. Nancy Andrighi. Terceira Turma. Julgado em 22 ago. 2017. DJe 25 ago. 2017. O acórdão examina a pretensão indenizatória de acionistas minoritários decorrente de alegado exercício abusivo do poder de controle e violação do dever de lealdade em contexto de incorporação de sociedade e diluição da participação minoritária.

de não se omitir no aproveitamento de oportunidades negociais de interesse da companhia. Quando o controlador desenvolve atividade concorrente com a companhia, isso se traduz na obrigação de submeter previamente à companhia oportunidades que, à luz dos critérios jurisprudenciais, lhe sejam atribuíveis.

A omissão, nesse cenário, não é juridicamente neutra. A não submissão de oportunidade relevante — e, com maior razão, sua exploração direta pelo controlador ou por sociedade de seu grupo — configura violação positiva do dever de lealdade. O ilícito não reside apenas na apropriação indevida, mas também na supressão da possibilidade de deliberação societária acerca do aproveitamento da oportunidade.

A disciplina da concorrência, em sentido estrito, recebe da Lei das S.A. tratamento mais contido. Não há vedação expressa à participação do controlador em sociedades concorrentes — restrição que, em termos literais, se dirige apenas aos administradores, nos termos do art. 147, § 3.º, inciso I. A doutrina reconhece essa abertura.[359] Tal circunstância, contudo, não implica liberdade irrestrita. O dever de lealdade do controlador, enquanto cláusula geral, opera como limite material à atuação concorrencial, especialmente quando esta se vale de acesso privilegiado a informações ou envolve a apropriação de oportunidades que deveriam ser submetidas à companhia.[360]

A articulação entre dever de reserva, vedação à apropriação de oportunidades e limites materiais à concorrência revela-se,

359 Sobre a inexistência de vedação expressa à concorrência entre controlador e companhia no direito brasileiro, distintamente do que ocorre no direito inglês, e a função da cláusula geral do dever de lealdade na construção, no caso concreto, da eventual ilicitude, v. SALOMÃO NETO, Eduardo. Trust e deveres de lealdade e sigilo na sociedade anônima brasileira. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coords.). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 318-321.

360 Sobre a aplicação ao acionista controlador do dever de não usurpar oportunidades comerciais da companhia, v. NOVAES E FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Aproveitamento de oportunidades comerciais da companhia pelo acionista controlador. In: NOVAES E FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e; ADAMEK, Marcelo Vieira von (coords.). *Temas de direito empresarial e outros estudos*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 88.

nesse contexto, particularmente clara. O dever de reserva atua como pressuposto operacional, impedindo que a informação obtida em razão da posição societária seja utilizada para orientar decisões na atividade paralela. A vedação à apropriação de oportunidades estabelece o limite material, impondo ao controlador o dever de submeter à companhia oportunidades que lhe sejam atribuíveis. O limite à concorrência emerge como resultado funcional da interação entre esses dois elementos: não decorre de proibição legal expressa, mas da própria estrutura do dever de lealdade, tal como densificada pela jurisprudência.

As duas dimensões examinadas, tomadas em conjunto, revelam a centralidade estrutural do dever de lealdade na configuração concorrencial. A questão, porém, não se limita ao dever do controlador. Ao compartilhar informações, indicar a destinação da companhia ou omitir o reporte de oportunidades, a administração pode, ainda que involuntariamente, contribuir para a viabilização de uso indevido. O problema desloca-se, assim, de uma lógica exclusivamente repressiva (centrada na responsabilização *ex post* do controlador) para uma lógica também preventiva, que exige da administração postura ativa na gestão do risco informacional.

5. O DEVER DOS ADMINISTRADORES DE GESTÃO ATIVA DO FLUXO INFORMACIONAL

Definido o problema (o risco informacional é estrutural e a administração não pode ser passiva diante dele), é preciso identificar o fundamento normativo que sustenta o dever de gestão ativa. Ele repousa sobre a articulação dos arts. 153, 155 e 156 da Lei das S.A., densificada pela cláusula geral do art. 116, parágrafo único.

O art. 156 da Lei n.º 6.404/1976 veda ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, impondo-lhe o dever de cientificar os demais membros do órgão e de fazer consignar em ata a natureza e extensão

do impedimento.[361] Na configuração concorrencial, o conselheiro indicado por acionista controlador que desenvolve atividade paralela concorrente pode encontrar-se, em deliberações sobre matérias sensíveis, em posição de potencial conflito estrutural. O art. 156 fornece, nessa hipótese, o fundamento normativo direto da obrigação de não intervenção e de ciência ao colegiado.

Por reforço sistemático, o art. 158, § 1.º, ao estabelecer que o administrador responde por omissão diante de riscos que lhe eram cognoscíveis, confirma a lógica da posição de garante: a inação da administração diante de fluxos informacionais potencialmente problemáticos não é juridicamente neutra. A identidade de razão é clara: em ambos os casos, a negligência em verificar, quando a verificação é exigível, configura omissão fiduciária.[362]

O regulador brasileiro, atento à configuração ora examinada, positivou standard que confere expressão normativa concreta a essa preocupação. O Anexo K da Resolução CVM n.º 80, de 29 de março de 2022, estabelece presunção de interesse conflitante para o conselheiro de administração que, cumulativamente, (i) tenha sido eleito por acionista que também tenha eleito conselheiro de administração em sociedade concorrente, e (ii) mantenha vínculo de subordinação com o acionista que o elegeu.[363]

---

361 Lei n.º 6.404/1976, art. 156, *caput*: "*É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.*"

362 Lei n.º 6.404/1976, art. 158, § 1.º: "*O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática.*"

363 Resolução CVM n.º 80/2022, Anexo K, art. 2.º, inciso IV e §§ 1.º a 3.º. O § 1.º dispõe que, para os efeitos do inciso IV, presume-se ter interesse conflitante com o da companhia a pessoa que, cumulativamente: "*I — tenha sido eleita por acionista que também tenha eleito conselheiro de administração em sociedade concorrente; e II — mantenha vínculo de subordinação com o acionista que o elegeu.*" O § 2.º limita a operação da presunção aos casos em que o conselheiro da sociedade concorrente houver sido eleito apenas com os votos do acionista, ou se tais votos, considerados isoladamente, forem suficientes para sua eleição. O § 3.º trata da dispensa assemblear da impossibilidade de declaração exigida pelo inciso IV do *caput*.

A presunção estabelecida pelo Anexo K à Resolução CVM n.º 80/2022 é relativa, afastável por prova em contrário no caso concreto. A dispensa assemblear prevista no art. 147, § 3.º, da Lei das S.A. é mecanismo distinto: opera no plano da elegibilidade e não se confunde com o afastamento casuístico da presunção.

Nada obstante o avanço regulatório consagrado pela Resolução CVM n.º 80/2022, o alcance da presunção, na prática, revela-se limitado por dois cortes objetivos. Em primeiro lugar, exige-se que o acionista que indicou o conselheiro também tenha eleito conselheiro em sociedade concorrente — não basta que o controlador desenvolva, em outra frente de seu grupo, atividade concorrente; é preciso que mantenha conselheiro também na sociedade concorrente, em arranjo expressamente capturado pela hipótese normativa. Em segundo lugar, exige-se vínculo de subordinação — isto é, relação de natureza empregatícia ou hierárquica entre o conselheiro e o acionista que o elegeu. Conselheiros independentes, ou profissionais de mercado sem vínculo subordinado com o controlador, não se enquadram, de plano, na hipótese normativa. Em ambos os casos, o universo de situações alcançadas pela presunção é mais restrito do que o conjunto mais amplo de cenários em que se verifica tensão estrutural decorrente do exercício, pelo controlador, de atividade concorrente com a companhia.

Daí a necessidade de interpretar o Anexo K não como solução exaustiva, mas como manifestação específica de standard mais amplo. A presunção formal é instrumento relevante em seu âmbito próprio de incidência. O problema dogmático, contudo, transcende a hipótese expressamente contemplada pelo regulador. Em *joint ventures* em que o controlador desenvolve, em outras frentes, atividade concorrente com a companhia, há múltiplas configurações de tensão informacional que escapam aos critérios formais do Anexo K — conselheiros sem vínculo de subordinação, representantes do controlador que participam de discussões sem ocupar formalmente cargo no conselho, interlocutores institucionais que acessam informações estratégicas por canais paralelos — e que, ainda assim, suscitam a mesma questão

fundamental: a compatibilidade do fluxo informacional entre companhia e controlador com o dever de lealdade previsto no art. 116, parágrafo único.

A insuficiência do Anexo K como solução isolada conduz a indagação dogmática mais ampla: qual o conteúdo do dever fiduciário dos administradores diante de configurações em que o risco informacional é estrutural, mas escapa à hipótese normativa expressa? Se o Anexo K cobre apenas parcela do universo relevante, e se o art. 116, parágrafo único, configura cláusula geral que demanda densificação no caso concreto, então a resposta à pergunta operacional — como deve a administração proceder diante de solicitações de informação formuladas por controlador que mantém, em outras frentes, atividade concorrente com a companhia — não pode limitar-se à aplicação mecânica da presunção regulatória.

Sustenta-se neste estudo que a articulação dos arts. 153, 155 e 156 da Lei n.º 6.404/1976, conjugada com a cláusula geral do art. 116, parágrafo único, permite extrair, em *joint ventures* em que o controlador mantém atividade concorrente com a companhia, dever específico dos administradores de gestão ativa do fluxo informacional. Não basta ao administrador abster-se de compartilhar indevidamente informações. Tampouco é suficiente a observância de práticas genéricas de governança concebidas para contextos neutros. Exige-se postura ativa de gestão do risco informacional.

A construção repousa sobre três premissas articuladas. A primeira é que, em configurações como a aqui examinada, o controlador atua em duplo registro: exerce legitimamente prerrogativas societárias de acesso à informação e, simultaneamente, desenvolve atividade potencialmente beneficiária desse acesso. A segunda é que o dever de lealdade, enquanto cláusula geral, exige concretização casuística, sendo a existência, no caso concreto, de atividade concorrente paralela do controlador elemento relevante para essa densificação. A terceira é que a administração da companhia, como primeira linha de tutela do interesse social, não pode limitar-se a reagir a desvios consumados,

devendo atuar preventivamente na gestão de riscos que decorrem da própria estrutura de controle.

Os fundamentos legais dessa construção são consistentes. O art. 153 da Lei n.º 6.404/1976 impõe ao administrador o dever de empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. Trata-se de *standard* aberto, cujo conteúdo depende das circunstâncias do caso concreto. Em contexto em que o risco informacional é estrutural, a diligência exigível inclui, necessariamente, a sua gestão ativa. O administrador que, ciente de que o controlador desenvolve atividade concorrente com a companhia, limita-se a aplicar protocolos genéricos de governança, sem ajustá-los à natureza específica do risco, atua aquém do *standard* legal.

O art. 155, *caput*, converge no mesmo sentido. O dever de lealdade e de reserva não se esgota em abstenção passiva; implica, em contextos de risco qualificado, dever de atuação afirmativa. Quando a circulação de informações é mediada pela própria administração, a entrega de dados estratégicos a agentes potencialmente conflitados exige verificação prévia de compatibilidade com o interesse social. A indagação ativa ao controlador, nesse contexto, materializa o *standard* de diligência exigido pelo art. 153 e, simultaneamente, concretiza, no plano operacional, o dever de reserva do art. 155, *caput*.

6. A GOVERNANÇA DA INFORMAÇÃO COMO RESPOSTA ESTRUTURAL

O dever dos administradores de gestão ativa do fluxo informacional não opera como preceito abstrato. Traduz-se em práticas institucionais que a experiência societária brasileira tem consolidado como resposta funcional à configuração concorrencial. Esta seção examina esses instrumentos — com base normativa direta no art. 156 da Lei das S.A. para as práticas de cisão de pauta e segmentação de materiais — e, ao fim, responde às principais objeções que a construção suscita.

O art. 156 da Lei das S.A. impõe ao conselheiro com interesse conflitante a obrigação de não intervir e de cientificar o colegiado. Esse dever legal é o fundamento normativo das práticas de cisão de pauta e segmentação de materiais adotadas na configuração concorrencial: não se trata de faculdade institucional, mas de decorrência direta da lei.

A dinâmica prática das reuniões do conselho de administração, nesse contexto, exige disciplina adicional. Há, inicialmente, o problema da circulação prévia de materiais. Em companhias controladas por acionista que mantém atividade concorrente em outras frentes, relatórios gerenciais, apresentações estratégicas e documentos preparatórios de deliberação frequentemente contêm informações concorrencialmente sensíveis. A distribuição indistinta desses materiais a todos os conselheiros pode, em determinadas circunstâncias, ampliar o risco informacional de forma desnecessária.

A prática de mercado tem respondido a esse desafio com soluções calibradas. Uma delas consiste na segmentação do material informacional: versões resumidas, com menor grau de sensibilidade, são distribuídas a todos os conselheiros, enquanto versões completas são disponibilizadas em ambiente controlado apenas aos membros que não estejam expostos a conflito estrutural. Outra solução recorrente é a cisão da pauta: matérias sensíveis são deliberadas em sessões específicas, com composição restrita do colegiado, precedidas de justificativa formal e acompanhadas de registro detalhado em ata.[364]

Esse arranjo não implica desfuncionalização do conselho. Ao contrário, busca preservar a qualidade deliberativa do órgão,

364 As práticas de segmentação informacional e cisão de pauta convergem, em sua finalidade, com as recomendações do IBGC sobre material e preparação para reuniões, participação de convidados, sessões exclusivas e documentação das atas. O Código recomenda que os materiais de suporte sejam distribuídos com qualidade, relevância e profundidade adequadas; que convidados permaneçam na reunião apenas durante o período necessário; que haja sessões exclusivas sem a presença de executivos, conselheiros conflitados e demais convidados; e que as atas registrem decisões, presentes, abstenções de voto, responsabilidades e informações relevantes. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 6. ed. São Paulo: IBGC, 2023, p. 48-49.

compatibilizando o dever de informação dos administradores com o dever de lealdade que limita a circulação de determinados dados. A transparência interna, nesse sentido, não é absoluta: ela se subordina à arquitetura fiduciária que rege a companhia.

A segregação informacional interna constitui camada complementar. Em estruturas concorrenciais, não basta controlar o fluxo externo de informações: é necessário disciplinar, também, sua circulação dentro da própria organização. Áreas responsáveis por decisões estratégicas sensíveis — como precificação, expansão comercial, desenvolvimento de novos produtos — passam a operar sob regimes de acesso restrito, com controles técnicos e procedimentais que permitam rastrear o uso da informação.

Esse tipo de segregação não deve ser compreendido como desconfiança organizacional, mas como instrumento de governança. Em ambientes de risco estrutural, a ausência de controles pode gerar incentivos inadequados, ainda que não intencionais. A criação de trilhas de auditoria, a limitação de acessos e a definição clara de responsabilidades funcionais operam, nesse contexto, como mecanismos de alinhamento institucional.

A institucionalização do dever dos administradores de gestão ativa do fluxo informacional, por sua vez, representa a transposição, para o plano operacional, da construção dogmática anteriormente desenvolvida. Não se trata apenas de reconhecer, em abstrato, que os administradores devem gerir ativamente o risco informacional. Trata-se de incorporar esse dever em rotinas formais da companhia.

Nesse sentido, recomenda-se a adoção de procedimentos periódicos de confirmação por parte das controladoras. A administração solicita, em intervalos regulares, declarações formais acerca dos mecanismos internos de segregação de informações, da estrutura organizacional envolvida no tratamento dos dados recebidos da companhia e dos controles adotados para evitar o uso indevido dessas informações em atividades paralelas. Tais declarações, uma vez

obtidas, são registradas e, quando pertinente, submetidas à apreciação do conselho de administração.[365]

Esse procedimento cumpre múltiplas funções. Em primeiro lugar, produz informação relevante para a própria gestão do risco. Em segundo lugar, cria registro documental que pode ser decisivo em eventual escrutínio posterior. Em terceiro lugar, exerce efeito disciplinador sobre as próprias controladoras, ao explicitar a expectativa institucional quanto ao tratamento das informações.

A cultura de documentação, por fim, atua como elemento transversal. Em estruturas de maior complexidade, a qualidade da documentação é frequentemente o fator determinante na avaliação posterior da conduta dos administradores. Não se trata apenas de registrar decisões finais, mas de documentar o processo deliberativo: as dúvidas levantadas, as alternativas consideradas, as razões que conduziram à solução adotada.

Essa documentação cumpre função probatória e organizacional. Permite reconstruir, com fidelidade, o contexto em que as decisões foram tomadas, e assegura que a administração efetivamente percorra o itinerário analítico que o dever fiduciário exige. Em ambientes de elevada densidade informacional, a ausência de registro tende a produzir, com o tempo, lacunas interpretativas que fragilizam a posição da companhia.

Cumpre destacar, por fim, que nenhuma dessas ferramentas, isoladamente considerada, elimina o risco inerente a configurações em que o controlador desenvolve atividade concorrente com a companhia. O que elas proporcionam é uma forma de gestão adequada desse risco — reduzindo sua probabilidade, mitigando seus impactos

365 O procedimento de indagação ativa às controladoras, com obtenção de declarações formais sobre os mecanismos internos de tratamento das informações recebidas da companhia, constitui materialização operacional do dever de gestão ativa do fluxo informacional desenvolvido na Seção 5. Sobre a recomendação de formalização das comunicações relevantes envolvendo o conselho, v. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 6. ed. São Paulo: IBGC, 2023, p. 50-51.

e, sobretudo, alinhando a atuação da administração ao padrão de diligência exigido pelo ordenamento.

7. OBJEÇÕES

Três objeções recorrentes merecem resposta direta.

Primeira objeção — direito do controlador à informação. A objeção é compreensível. A conclusão, contudo, confunde planos distintos. A informação devida ao controlador por título legal específico (consolidação de demonstrações financeiras, nos termos do art. 249 da Lei das S.A.; obrigações regulatórias de reporte) deve ser entregue, com as salvaguardas procedimentais cabíveis, mas não pode ser recusada. A informação estratégica compartilhada por prática corrente — e que não encontra amparo em título legal específico — está sujeita a calibragem fundada na posição fiduciária dos administradores. O dever de gestão ativa do fluxo informacional opera, precisamente, na segunda categoria. Direito do controlador e dever dos administradores de verificação prévia não são incompatíveis: são correlatos.

Segunda objeção — impraticabilidade da governança. A prática antitruste refuta. A separação informacional em estruturas com sobreposição de atividades é técnica consolidada no contexto de operações de concentração submetidas ao CADE.[366] Não representa novidade institucional. O que se propõe aqui é a transposição dessa lógica ao plano do direito societário, com os ajustes que a natureza fiduciária das relações societárias exige.

Terceira objeção — ruptura da lógica cooperativa. A gestão adequada do risco informacional constitui condição para a sustentabilidade da cooperação, não sua negação. A confiança

366 CADE. *Guia para análise da consumação prévia de atos de concentração econômica*. Brasília: Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 2015, p. 10-13. O Guia recomenda, para operações complexas que envolvam troca relevante de informações e potenciais riscos concorrenciais, a adoção de protocolo antitruste, *clean teams*, canais distintos e independentes de comunicação, tratamento específico de informações concorrencialmente sensíveis, registro formal do processo de troca de informações e compromisso de confidencialidade.

institucional, nesse contexto, não é presumida: é construída e mantida por práticas concretas e rastreáveis. Onde o regime informacional é opaco, a desconfiança tende a prevalecer sobre a cooperação.

As objeções examinadas não afastam a construção proposta. Confirmam, antes, sua consistência: o regime aplicável à configuração concorrencial é operacional, juridicamente fundamentado e institucionalmente viável.

8. CONCLUSÃO

A análise desenvolvida ao longo do presente estudo permite afirmar que o dever de lealdade do acionista controlador, tal como previsto no art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A., revela-se plenamente aplicável — e, mais do que isso, estruturalmente relevante — às configurações concorrenciais, assim compreendidas aquelas em que a companhia controlada desenvolve suas atividades em *joint venture* e o controlador mantém, em outras frentes de seu grupo econômico, atividades concorrentes ou parcialmente sobrepostas.

Essa aplicabilidade se manifesta em três dimensões interdependentes. A primeira é o dever de reserva, cuja extensão ao controlador decorre de sua posição funcional de acesso privilegiado à informação societária. Na configuração concorrencial, esse dever assume intensidade particular: a informação detida pelo controlador possui utilidade potencial imediata em sua atividade paralela. Os fundamentos são o *caput* do art. 155 ("manter reserva sobre os seus negócios"), o inciso I do mesmo dispositivo e a concepção do controle como poder-função.

A segunda dimensão é a vedação à apropriação de oportunidades negociais. A sobreposição estrutural de atividades, característica dessas *joint ventures*, amplia o universo de oportunidades potencialmente comuns aos negócios da companhia e aos negócios do controlador. Nessa configuração, a aplicação rigorosa dos testes da doutrina da *corporate opportunity* impõe ao controlador dever afirmativo de submeter à companhia oportunidades que lhe sejam atribuíveis.

A divergência entre o teste quadripartite adotado pela CVM e o teste da linha de negócios aplicado pelo CRSFN produz extensões distintas do dever em cenários de sobreposição estrutural. O primeiro exige a verificação cumulativa de elementos adicionais, podendo excluir determinadas oportunidades do universo atribuível à companhia. O segundo opera com critério objetivo de sobreposição, tendendo a ampliar esse universo. Trata-se de questão aberta na jurisprudência administrativa brasileira.

A terceira dimensão — e talvez a mais inovadora sob o ponto de vista dogmático — é o dever dos administradores de gestão ativa do fluxo informacional. Esse dever, derivado da articulação entre os arts. 153, 155 e 156 da Lei n.º 6.404/1976 e densificado pela cláusula geral do art. 116, parágrafo único, exige da administração postura ativa na gestão do risco informacional decorrente do exercício, pelo controlador, de atividade concorrente com a companhia. Não se trata apenas de evitar condutas ilícitas: trata-se de adotar medidas concretas para prevenir sua ocorrência, indagando formalmente o controlador, obtendo declarações sobre segregação, documentando o processo decisório e ajustando os protocolos de circulação de dados ao risco identificado.

A presunção estabelecida pelo Anexo K à Resolução CVM n.º 80/2022 representa avanço relevante, ao reconhecer, no plano regulatório, a existência de conflitos estruturais em determinadas configurações. Seu alcance, contudo, é necessariamente limitado pelos seus próprios critérios formais. A densificação completa do dever de lealdade do controlador, quando este desenvolve atividade concorrente com a companhia, exige a aplicação articulada da cláusula geral do art. 116, parágrafo único.

A experiência recente da prática societária brasileira indica convergência para um conjunto de ferramentas de governança da informação: canalização formal de fluxos, disciplina do conselho de administração, segregação interna de informações, institucionalização do dever dos administradores de gestão ativa do fluxo informacional

e cultura de documentação. Essas práticas representam resposta funcional à complexidade das estruturas analisadas.

À luz dessas considerações, conclui-se que a Lei n.º das S.A., mesmo após cinco décadas de vigência, mantém capacidade normativa suficiente para enfrentar configurações societárias que não estavam no horizonte do legislador de 1976. Essa suficiência, contudo, não é automática. Depende da interpretação sistemática da lei, do desenvolvimento jurisprudencial e regulatório e, sobretudo, da capacidade da prática societária de traduzir princípios jurídicos em rotinas institucionais efetivas.

O dever de lealdade do controlador, na configuração concorrencial, não se decide apenas no plano da norma. Decide-se na qualidade das estruturas de governança que lhe dão concretude. É nesse plano que o dever fiduciário opera como instrumento real de disciplina.

ORÇAMENTO DE CAPITAL NO DIREITO SOCIETÁRIO: FUNÇÃO, LIMITES E CONTROLE À LUZ DO DEVER DE DILIGÊNCIA

Maiara Madureira[367]

1. INTRODUÇÃO

A captação de recursos junto a investidores em troca da participação nos resultados constitui um dos elementos estruturantes das sociedades por ações. A evolução desse modelo permitiu conciliar a necessidade de financiamento da atividade empresarial com a expectativa de remuneração dos investidores, fazendo da distribuição de lucros um dos principais mecanismos de realização econômica do investimento societário.

Essa relação manifesta-se de forma particularmente intensa no regime jurídico da destinação de resultados. Embora a companhia tenha interesse permanente na preservação e expansão de suas atividades, os acionistas investem seu capital com a expectativa legítima de participar dos resultados produzidos pela empresa. Surge, assim, uma tensão estrutural entre duas finalidades igualmente relevantes: de um lado, a retenção de recursos para financiar investimentos e assegurar a continuidade da atividade empresarial; de outro, a distribuição dos lucros aos acionistas como expressão de um dos direitos essenciais inerentes à condição de sócio. Essa tensão perpassa, ainda, pela tutela da liberdade na gestão do capital próprio das sociedades anônimas[368], dimensão que evidencia a amplitude do problema e sua conexão com a própria autonomia empresarial na organização e estruturação financeira da companhia.

---

367 Sócia do Demarest Advogados nas áreas de Companhias Abertas, Mercado de Capitais e Societário. Professora e instrutora do IBGC. Mestre em Direito Comercial pela USP.

368 TOSTES CORRÊA, Bruno. *As Reservas das Sociedades Anônimas: Entre Liberdade e Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2026, p. 380

A Lei nº 6.404 de1976 ("Lei das S.A.") procura solucionar essa tensão mediante um sistema que privilegia a distribuição dos lucros, admitindo hipóteses específicas e disciplinadas de retenção de resultados. Nesse contexto, o orçamento de capital previsto no art. 196 desempenha função singular. Diferentemente das reservas de lucros, cuja constituição decorre da própria sistemática legal ou estatutária, o orçamento de capital autoriza a retenção de resultados em razão de investimentos futuros, funcionando como exceção ao regime geral de distribuição consagrado pelo art. 202 da Lei das S.A.

Apesar da relevância prática do instituto, grande parte da discussão jurídica sobre o orçamento de capital permanece concentrada em sua aprovação pela assembleia geral. Menor atenção tem sido conferida à análise da consistência econômica das justificativas apresentadas para a retenção dos lucros e à relação entre tais justificativas e os deveres fiduciários dos administradores.

Este artigo pretende analisar o orçamento de capital como instituto que pressupõe justificação econômica verificável e compatível com o interesse social, sendo que a ausência dessa justificação compromete a legitimidade da retenção, pode caracterizar violação ao dever de diligência dos administradores e desvirtua o sistema de proteção aos acionistas estruturado pela Lei das S.A. Nesse contexto, avalia-se a estrutura jurídica da retenção de lucros no sistema societário brasileiro. Em seguida, analisa-se especificamente o orçamento de capital, sua natureza jurídica, sua relação com as reservas de investimento e os parâmetros de controle que devem orientar sua utilização. Por fim, propõe-se um modelo de análise baseado no dever de diligência dos administradores e nos limites impostos pelo próprio regime de proteção ao acionista.

2. ESTRUTURA JURÍDICA DA RETENÇÃO DE LUCROS NA LEI DAS S.A.

2.1. DISTRIBUIÇÃO OBRIGATÓRIA E EXCEÇÕES LEGAIS DE RETENÇÃO

A participação nos lucros sociais integra o núcleo essencial da posição jurídica do acionista[369]. Essa característica decorre da própria noção de contrato de sociedade, expressa no art. 981 do Código Civil, segundo o qual "*as partes se obrigam a contribuir para o exercício de atividade econômica e para a partilha dos resultados dela decorrentes*". Nas sociedades por ações, essa lógica é reforçada pelo art. 109, inciso I, da Lei das S.A., que qualifica o direito de participação nos lucros como direito essencial do acionista.

A proteção legal ganha especial relevância no regime do dividendo obrigatório previsto no art. 202 da Lei das S.A. Ao estabelecer mecanismos destinados a assegurar a distribuição mínima dos resultados aos acionistas, o legislador limitou significativamente a autonomia da companhia na definição da destinação dos lucros. A distribuição não constitui mera faculdade dos controladores ou da administração, mas elemento estrutural do modelo societário adotado pela legislação brasileira[370].

A despeito da centralidade do dividendo, a Lei das S.A. admite hipóteses específicas de não distribuição dos resultados. Após a apuração do lucro líquido, a companhia pode promover determinadas retenções legalmente autorizadas, entre as quais se destacam a reserva legal (art. 193), as reservas estatutárias (art. 194), as reservas para contingências (art. 195), a retenção de lucros com base em orçamento de capital (art. 196) e a reserva de lucros a realizar (art. 197), tendo cada

369 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. v. 2. São Paulo: Saraiva, 1980, pp. 3-160. Cf., também, BULGARELLI, Waldirio. *Comentários à lei das sociedades por ações*. v. 4. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 52

370 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.*, cit., p. 157 ("*essas normas implicam limitar a discricionariedade da maioria dos acionistas para, na assembleia geral, deliberar sobre o destino a ser dado aos lucros do exercício*")

um desses mecanismos requisitos específicos, limites quantitativos e justificativas particulares, cuja observância condiciona sua validade.

A jurisprudência administrativa da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") tem reiteradamente reconhecido esse caráter restritivo do sistema. No Processo CVM RJ2002/7537 (Têxtil Renaux)[371], a autarquia enfatizou que a soberania da assembleia geral não afasta a incidência das normas legais relativas à destinação de resultados, afastando a possibilidade de retenções fundamentadas exclusivamente na vontade majoritária.

No mesmo sentido, no Processo CVM RJ2004/2684, envolvendo a Companhia Iguaçu de Café Solúvel[372], foi afirmado que as hipóteses de destinação dos lucros previstas na Lei das S.A. possuem natureza essencialmente exaustiva, sendo a retenção de lucros com base em orçamento de capital a única modalidade que não resulta propriamente na constituição de reserva de lucros.

Na mesma direção, em julgamento de 2018 (Processo CVM nº 19957.000881/2017-44)[373], o Colegiado reiterou que a proposta de destinação do lucro líquido deve observar os arts. 193 a 203 da Lei das S.A. e o estatuto social, não sendo admissível prever destinação alheia às hipóteses legalmente previstas. A decisão reforça a atualidade da tese de que o sistema de destinação de resultados opera sob lógica de *numerus clausus*, confirmando entendimento já consolidado nos precedentes anteriores.

371 BRASIL. CVM. Processo CVM nº RJ2002/07537. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Data de Julgamento: 17 jun. 2003 (caso Têxtil Renaux I).

372 BRASIL. CVM. Processo CVM nº RJ2004/2684. Relatora: Diretora Norma Jonssen Parente. Voto vencedor do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Data de Julgamento: 29 mar. 2005 e 24 jan. 2006 (caso Companhia Iguaçu de Café Solúvel).

373 BRASIL. CVM. Processo Administrativo CVM nº 19957.000881/2017-44. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Manifestação de voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Data de Julgamento: 09 out. 2018 (caso Minasmáquinas).

2.2. LÓGICA E FUNÇÃO DO SISTEMA

A disciplina legal da destinação dos resultados reflete uma opção normativa clara: os lucros sociais não podem permanecer livres ou indeterminados no patrimônio da companhia. Todo resultado deve receber destinação juridicamente qualificada.

Sob essa perspectiva, o sistema brasileiro opera sob lógica de *numerus clausus*. A companhia não escolhe livremente entre distribuir ou reter recursos. Apenas pode promover retenções nas hipóteses expressamente autorizadas pela lei e observados os respectivos requisitos.

O orçamento de capital deve ser compreendido dentro dessa lógica sistêmica. Ele não constitui mecanismo genérico de autofinanciamento nem autorização ampla para postergar dividendos. Ao contrário, representa exceção legalmente delimitada que somente se justifica quando vinculada à realização de investimentos ou à utilização dos recursos em finalidades compatíveis com o interesse social.

3. ORÇAMENTO DE CAPITAL COMO INSTITUTO JURÍDICO

3.1. PREVISÃO LEGAL E FUNÇÃO

O art. 196 da Lei das S.A. permite que a assembleia geral delibere a retenção de parcela do lucro líquido com fundamento em orçamento de capital previamente submetido pelos órgãos da administração. Trata-se de instrumento destinado a compatibilizar a distribuição dos resultados com as necessidades de investimento da companhia.

A retenção prevista no dispositivo não constitui simples faculdade de acumulação de recursos. Sua legitimidade depende da demonstração de que os valores retidos serão utilizados em finalidade

compatível com o orçamento apresentado, motivo pelo qual a própria lei exige a exposição das fontes e aplicações dos recursos[374].

Assim, o orçamento deve evidenciar não apenas a destinação dos recursos, mas também a necessidade dos investimentos propostos, de modo que sua função transcende a simples formalização documental do investimento[375].

3.2. DUPLA NATUREZA: ATO SOCIETÁRIO E DECISÃO DE INVESTIMENTO

O orçamento de capital apresenta natureza peculiar dentro do sistema societário. Sob o aspecto jurídico-formal, constitui ato societário submetido à aprovação assemblear e sujeito às regras de destinação dos resultados previstas na Lei das S.A.

Ao mesmo tempo, porém, representa decisão de investimento. Ao propor a retenção dos recursos, a administração afirma implicitamente que a aplicação interna do capital produz resultado mais adequado para a companhia do que sua distribuição imediata aos acionistas.

Essa característica aproxima o orçamento de capital das decisões típicas de alocação de recursos observadas nas finanças corporativas. A retenção dos lucros traduz escolha econômica acerca da utilização do capital disponível e pressupõe análise de oportunidades, necessidades e prioridades empresariais.

374 CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, pp. 356 e 363-364 ("*a companhia só pode reter parcela do lucro líquido do exercício, deixando de distribuí-la como dividendo, se apresentar projeto de investimento consubstanciado em orçamento de capital aprovado em assembleia geral*").

375 ROBERT, Bruno. Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras, cit., p. 147-148.

3.3. FLEXIBILIDADE NA GESTÃO DO CAPITAL PRÓPRIO

Como observa Bruno Tostes, há diversos elementos da Lei das S.A. que, em razão de interpretação doutrinária e jurisprudencial, desembocam na tutela da liberdade na gestão do capital próprio das sociedades anônimas, tornando os regimes jurídicos das reservas mais flexíveis[376]. Isso evidencia que a disciplina da destinação de resultados não se resume à dicotomia entre distribuição e retenção, mas envolve escolhas complexas sobre a organização financeira da companhia, que devem ser compreendidas à luz da tensão permanente entre flexibilidade empresarial e proteção dos acionistas.

Essa flexibilidade manifesta-se concretamente na disciplina do orçamento de capital em ao menos três dimensões.

Em primeiro lugar, inexiste finalidade preestabelecida que justifique a retenção de lucros com base em orçamento de capital[377]. A norma admite, a princípio, qualquer finalidade economicamente legítima para fundamentar a retenção, desde que o prazo do orçamento não ultrapasse cinco exercícios. Orçamentos de prazo superior a cinco anos têm necessariamente de estar relacionados a projetos de investimento específicos. Em qualquer caso, a retenção fundada em orçamento de capital deve sempre ser efetivada "com base nas necessidades ou conveniências dos negócios sociais".

Em segundo lugar, inexiste formalidade preestabelecida para a elaboração do orçamento de capital. A jurisprudência reconhece que o orçamento pode assumir qualquer formato de ato societário, inclusive uma proposta ou ata de reunião de diretoria que trate da retenção de lucros com fundamento no art. 196[378]. Essa ausência de formalidade

376 TOSTES CORRÊA, Bruno. As reservas das sociedades anônimas: entre liberdade e controle, cit., especialmente item 3.4.6.

377 TOSTES CORRÊA, Bruno. *As Reservas das Sociedades Anônimas: Entre Liberdade e Controle*, cit., p. 418-420. No mesmo sentido, cf. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 433.

378 RIO GRANDE DO SUL. TJRS. Apelação Cível nº 70067558643. Relator: Desembargador Luís Augusto Coelho Braga. Sexta Câmara Cível. Data de Julgamento:

confere às companhias liberdade para elaborar orçamentos de capital congruentes com as respectivas circunstâncias concretas, sem que uma solução padronizada seja imposta.

Em terceiro lugar, conforme observa Bruno Tostes, a aferição da completude, suficiência e precisão das informações constantes do orçamento de capital depende das circunstâncias do caso concreto, devendo-se considerar, por exemplo, as características da finalidade que legitimará a retenção, o valor do montante a ser retido e o tamanho da companhia. A fundamentação da proposta de orçamento de capital deve evidenciar a diligência da administração quanto à motivação da medida proposta e se ela é conveniente e oportuna à companhia, sem que isso implique exigência de documentação exaustiva ou padronizada[379].

Embora a retenção fundada no art. 196 da Lei das S.A. não necessite de previsão estatutária prévia, isso não afasta a possibilidade de o estatuto social disciplinar a matéria. A companhia pode criar, por meio de cláusula estatutária, limitações adicionais à retenção de lucros com base em orçamento de capital, subordinando a retenção a limites proporcionais ao capital social e ao lucro líquido do exercício ou adotando outros critérios de autorregramento[380].

Essa flexibilidade, contudo, não é ilimitada. A ausência de formalidades e de finalidade preestabelecida não autoriza retenções desprovidas de justificação ou incompatíveis com o interesse social[381]. A liberdade conferida pela lei opera dentro dos limites traçados pelo sistema de proteção ao acionista[382], cabendo aos administradores

27 out. 2016 (caso Sispro).

379 TOSTES CORRÊA, Bruno. As reservas das sociedades anônimas: entre liberdade e controle, cit., item 3.4.6.5.

380 BRASIL. CVM. Processo CVM nº RJ2002/3797. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Data de Julgamento: 25 jun. 2003 (caso Ferronorte).

381 TOSTES CORRÊA, Bruno. *As Reservas das Sociedades Anônimas: Entre Liberdade e Controle*, cit., p. 421-422 ("o fato de o art. 196 da Lei nº 6.404/1976 não prescrever uma formalidade preestabelecida para a elaboração do orçamento de capital não significa que o sistema da lei brasileira aceita orçamentos de capital vazios ou lacunosos")

382 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.*, cit., p. 135 ("liberdade [...] na organização e estruturação financeira da companhia").

demonstrar que a retenção proposta atende às necessidades ou conveniências dos negócios sociais e que as informações disponibilizadas são suficientes para o exercício informado do direito de voto.

3.4. CONSEQUÊNCIA: NECESSIDADE DE CONTROLE MATERIAL

A dupla natureza do instituto produz consequência jurídica relevante: a validade do orçamento de capital não pode ser examinada exclusivamente sob perspectiva formal.

A mera existência de documento denominado orçamento de capital não basta para justificar a retenção dos lucros. É necessário verificar se os recursos retidos possuem finalidade econômica identificável, se a retenção apresenta justificativa racional e se as informações disponibilizadas aos acionistas são suficientes para permitir avaliação consciente da proposta.

Essa compreensão encontra respaldo nos precedentes envolvendo a Companhia Aliança da Bahia[383], nos quais a CVM enfatizou que a legitimidade da retenção depende da suficiência informacional do orçamento apresentado e da efetiva possibilidade de os acionistas compreenderem as razões da retenção.

No mesmo sentido, no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/8[384], o Colegiado discutiu especificamente se a rubrica retida com base em orçamento de capital pode ser classificada propriamente como "reserva" em sentido técnico. A manifestação complementar de voto registrou que "*mesmo que se considere que essa rubrica não*

383 BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/3110. Relator: Diretor Pablo Renteria. Data de Julgamento: 14 fev. 2017 (caso Aliança da Bahia I); BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/817. Relator: Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Data de Julgamento: 25 jun. 2019 (caso Aliança da Bahia II).

384 BRASIL. CVM. Processo Administrativo CVM nº RJ2012/8386. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Data de Julgamento: 02 out. 2018 (caso Cataguases).

possa ser classificada propriamente como uma 'reserva', em virtude de uma leitura literal do art. 196 da Lei 6.404/76", a proteção ao acionista permanece. O precedente reforça a necessidade de controle material independentemente da qualificação contábil atribuída aos recursos retidos.

4. ORÇAMENTO DE CAPITAL VS. RESERVAS ESTATUTÁRIAS

4.1. ESTRUTURA DOS DOIS INSTITUTOS

Embora frequentemente aproximados na prática societária, o orçamento de capital e as reservas estatutárias possuem fundamentos jurídicos distintos.

As reservas estatutárias encontram fundamento no art. 194 da Lei das S.A. e dependem de previsão prévia no estatuto social. Sua instituição exige definição da finalidade, dos critérios de constituição e do limite máximo da reserva. O orçamento de capital, por sua vez, encontra fundamento no art. 196 do mesmo diploma legal e pressupõe deliberação específica da assembleia geral baseada em proposta formulada pela administração.

Enquanto as reservas estatutárias possuem vocação estrutural e permanente, o orçamento de capital surge a partir de necessidade concreta identificada em determinado exercício social.

4.2. DIFERENÇAS ESSENCIAIS

A primeira diferença relevante diz respeito à origem dos institutos. As reservas decorrem do estatuto social e integram antecipadamente a arquitetura financeira da companhia. O orçamento de capital decorre de deliberação circunstancial relacionada a investimento específico ou necessidade determinada de utilização dos recursos.

A segunda diferença refere-se à finalidade. Nas reservas estatutárias, a finalidade pode ser definida em termos relativamente amplos. Nos precedentes Globo (RJ2001/12367), Belgo Mineira

(RJ2001/3270) e Companhia Iguaçu de Café Solúvel (RJ2004/2684)[385], a CVM admitiu reservas destinadas a múltiplas finalidades e reconheceu ampla flexibilidade na definição dos critérios de retenção.

No orçamento de capital, entretanto, a retenção exige justificativa concreta e vinculada às razões que motivam o investimento ou a utilização dos recursos. A finalidade não pode ser simplesmente presumida a partir de previsão estatutária prévia.

A terceira diferença reside no controle. Enquanto o controle das reservas estatutárias concentra-se predominantemente na observância dos requisitos previstos no art. 194, o orçamento de capital exige avaliação adicional quanto à necessidade econômica da retenção e à consistência das informações apresentadas aos acionistas.

No Processo CVM RJ2004/2684[386], a Diretora Norma Parente registrou expressamente que a retenção de lucros se diferencia das reservas estatutárias porque confere maiores garantias aos minoritários: a exigência de orçamento de capital previamente aprovado e a submissão específica da matéria à assembleia geral constituem mecanismos procedimentais que o regime das reservas estatutárias não contempla com a mesma intensidade. Essa distinção evidencia que o legislador atribuiu ao orçamento de capital regime de proteção reforçado, incompatível com a lógica de flexibilidade que orienta as reservas do art. 194.

A quarta diferença refere-se à natureza jurídica e seus impactos no limite das reservas de lucros. Conforme entendimento prevalecente na jurisprudência administrativa da CVM, a retenção de lucros realizada com base em orçamento de capital, nos termos do art. 196 da Lei das

385 BRASIL. CVM. Processo CVM nº RJ2001/12367. Relator: Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos. Data de Julgamento: 23 abr. 2002 (caso Globo); BRASIL. CVM. Processo CVM nº RJ2001/3270. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Data de Julgamento: 09 jul. 2002 (caso Belgo Mineira); BRASIL. CVM. Processo CVM nº RJ2004/2684. Relatora: Diretora Norma Jonssen Parente. Voto vencedor do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Data de Julgamento: 29 mar. 2005 e 24 jan. 2006 (caso Companhia Iguaçu de Café Solúvel).

386 BRASIL. CVM. Processo CVM nº RJ2004/2684. Relatora: Diretora Norma Jonssen Parente. Voto vencedor do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Data de Julgamento: 29 mar. 2005 e 24 jan. 2006 (caso Companhia Iguaçu de Café Solúvel).

S.A., tem natureza jurídica de lucros acumulados, não de reserva de lucros[387]. Essa classificação produz consequência prática relevante: os valores retidos com fundamento no art. 196 não são computados para fins de apuração do limite objetivo previsto no art. 199 da Lei das S.A., segundo o qual o saldo das reservas de lucros não pode ultrapassar o capital social. Em outras palavras, como o orçamento de capital não constitui reserva de lucros em sentido técnico, os recursos nele retidos não integram o cômputo do limite das reservas estabelecido pelo legislador. Essa distinção afasta o orçamento de capital do regime restritivo aplicável às reservas estatutárias e confirma que os dois institutos operam sob lógicas jurídicas distintas, ainda que possam produzir efeitos econômicos semelhantes.

A quinta diferença diz respeito à temporalidade dos institutos. Enquanto as reservas estatutárias podem ter caráter permanente, integrando de forma estável a estrutura financeira da companhia, a retenção de lucros com base em orçamento de capital possui caráter essencialmente transitório. A permanência dos recursos retidos no patrimônio líquido está condicionada à subsistência das razões que motivaram a retenção. Por esse motivo, a Lei das S.A. determina a revisão anual do orçamento de capital quando este tiver duração superior a um exercício social (art. 196, § 2º). Essa obrigatoriedade de revisão periódica reforça a natureza contingente da retenção e constitui mecanismo de controle intrínseco ao instituto: a cada exercício, a administração e a assembleia geral devem reavaliar se a manutenção dos recursos retidos permanece justificada. Tal sistemática é incompatível com a lógica das reservas estatutárias, cuja existência e manutenção independem de revisão periódica vinculada a finalidade específica.

387 BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, pp. 431 e 612. Cf., também, EIZIRIK, Nelson; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Legitimidade da retenção de lucros com base em orçamento de capital. In: EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário – Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 35-40

4.3. O PROBLEMA DA EQUIVALÊNCIA FUNCIONAL

Apesar dessas diferenças, a prática societária frequentemente aproxima os dois institutos.

Não raramente, reservas estatutárias são estruturadas de maneira suficientemente ampla para desempenhar função semelhante à do orçamento de capital, permitindo retenções recorrentes de resultados destinadas ao financiamento de investimentos futuros.

Não obstante os dois mecanismos conduzam ao mesmo resultado econômico — a retenção de recursos para reinvestimento na companhia - não é possível tratá-los juridicamente como equivalentes.

A jurisprudência da CVM admite elevada flexibilidade na modelagem das reservas estatutárias, mas essa flexibilidade não elimina as diferenças estruturais existentes entre os institutos. O orçamento de capital foi concebido precisamente para situações em que a retenção exige demonstração concreta da necessidade de utilização dos recursos, enquanto as reservas estatutárias operam dentro de lógica distinta, associada à organização permanente da política financeira da companhia. Diante disso, há diferenças entre os dois institutos também no que se refere a procedimento e controle.

Essa conclusão encontra reforço adicional no Processo CVM RJ2012/8386[388], em que a Autarquia reconheceu a singularidade da retenção prevista no art. 196 e sua distinção em relação ao regime das reservas de lucros.

Por essa razão, a utilização de reservas estatutárias como substituto funcional do orçamento de capital deve ser analisada com cautela. No Processo CVM RJ2004/2684, o Colegiado reconheceu que configura abuso de poder a constituição de reserva estatutária que, na prática, substitui a retenção de lucros e elimina a possibilidade de distribuição de dividendos superiores ao mínimo obrigatório. O precedente evidencia que a equiparação funcional dos institutos

388 BRASIL. CVM. Processo Administrativo CVM nº RJ2012/8386. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Data de Julgamento: 02 out. 2018 (caso Cataguases).

não é apenas dogmaticamente inadequada, mas pode configurar conduta abusiva quando instrumentalizada para esvaziar o direito dos acionistas à participação nos lucros. Admitir equivalência plena entre os institutos significaria enfraquecer os mecanismos de controle previstos pelo legislador para a retenção excepcional de lucros e reduzir a efetividade da proteção conferida aos acionistas pelo sistema de distribuição obrigatória de resultados.

Ao final, a distinção entre orçamento de capital e reservas estatutárias não constitui mero exercício classificatório. Ela representa elemento central para a preservação da lógica do sistema de destinação de lucros estabelecido pela Lei das S.A. e para a adequada delimitação dos deveres fiduciários envolvidos na decisão de retenção dos resultados.

5. O ORÇAMENTO DE CAPITAL COMO DECISÃO DE ALOCAÇÃO DE CAPITAL

5.1. RETENÇÃO E DISTRIBUIÇÃO COMO DECISÕES ALTERNATIVAS DE UTILIZAÇÃO DO LUCRO

Conforme exposto na introdução deste artigo, o regime jurídico da destinação de resultados é marcado por uma tensão estrutural entre dois interesses igualmente legítimos: de um lado, a companhia necessita reter recursos para financiar investimentos e assegurar a continuidade de suas atividades; de outro, os acionistas têm o direito essencial de participar dos lucros sociais[389]. Essa tensão manifesta-se de forma particularmente aguda no momento em que, apurado o lucro do exercício e observadas as destinações legalmente obrigatórias, a companhia deve determinar qual o destino mais adequado para os recursos disponíveis. Sob essa perspectiva, a retenção de lucros e sua distribuição aos acionistas não representam operações independentes,

389 ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*. São Paulo: Quartier Latin, pp. 50-52

mas alternativas mutuamente excludentes de utilização do mesmo resultado econômico.

Quando opta pela distribuição, a companhia transfere aos acionistas a titularidade econômica dos recursos produzidos durante o exercício social, permitindo que cada investidor decida livremente sua aplicação. Quando opta pela retenção, ao contrário, a companhia afirma que a manutenção desses recursos em seu patrimônio constitui utilização mais eficiente do capital do que sua devolução imediata aos investidores.

O orçamento de capital insere-se precisamente nesse contexto. Ao autorizar a retenção de lucros para financiamento de investimentos futuros, o art. 196 da Lei das S.A. pressupõe a existência de juízo empresarial segundo o qual os recursos gerarão maior benefício econômico quando reinvestidos na companhia do que quando distribuídos aos acionistas.

Sob esse aspecto, a retenção de lucros deixa de ser mera questão de destinação contábil e passa a representar verdadeira decisão de investimento.

Essa perspectiva encontra respaldo no voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no caso Lorenz[390], no qual se afirmou que "*[a]ssim, segundo penso, os administradores e os acionistas têm discricionariedade para gerir*" os recursos da companhia, reconhecendo que a decisão de alocação de capital insere-se no âmbito da liberdade empresarial, mas com limites claros: "*E é por isso que o dever de lealdade dos administradores – e mesmo dos acionistas – é para com a companhia e para com o interesse social (cf. arts. 154 e 115) antes de ser com os acionistas, diretamente*". O precedente evidencia que a discricionariedade na gestão do capital próprio não é absoluta, devendo orientar-se pela primazia do interesse social.

Essa orientação pelo interesse social constitui o critério normativo central que deve presidir a decisão de distribuir ou reter

390 BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/02. Relatora: Diretora Norma Jonssen Parente. Voto vencedor do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos. Data de Julgamento: 12 fev. 2004 (caso Lorenz).

lucros. Conforme registrado no voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/8386[391], quaisquer destinações de resultados devem ser feitas em observância ao interesse social — princípio que se aplica não apenas às reservas estatutárias, mas a qualquer decisão de destinação do resultado do exercício. O racional subjacente é o de que tanto a retenção quanto a distribuição constituem formas de alocação de recursos da companhia, devendo ambas guardar compatibilidade com o interesse social, independentemente do instrumento jurídico utilizado para efetivá-las. Dessa premissa decorre que a opção pela retenção não se legitima pela mera vontade majoritária ou pela observância formal dos requisitos legais: é indispensável que a decisão esteja substancialmente orientada pelo interesse social, demonstrando-se que a manutenção dos recursos na companhia atende a finalidade compatível com esse parâmetro.

Essa compreensão encontra respaldo na jurisprudência da CVM. Nos Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2012/3110[392] e nº RJ2016/817[393], ambos envolvendo a Companhia de Participações Aliança da Bahia, a autarquia examinou retenções de lucros fundamentadas em orçamento de capital e enfatizou que a legitimidade da retenção depende da existência de orçamento apto a embasá-la e da disponibilização de informações suficientes para justificar a utilização dos recursos. Ainda que os precedentes tenham sido proferidos sob a ótica do cumprimento do art. 196 da Lei das S.A., sua fundamentação evidencia que o orçamento de capital não pode ser reduzido à mera formalidade documental, devendo fornecer elementos que permitam compreender a finalidade econômica da retenção proposta.

391 BRASIL. CVM. Processo Administrativo CVM nº RJ2012/8386. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Data de Julgamento: 02 out. 2018 (caso Cataguases).

392 BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/3110. Relator: Diretor Pablo Renteria. Data de Julgamento: 14 fev. 2017 (caso Aliança da Bahia I).

393 BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/817. Relator: Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Data de Julgamento: 25 jun. 2019 (caso Aliança da Bahia II).

Essa característica possui relevante consequência jurídica: se a retenção de lucros constitui decisão de investimento, sua legitimidade não pode ser examinada apenas pela observância dos requisitos formais previstos na legislação societária. É necessário reconhecer que a própria lógica do instituto pressupõe determinada justificação econômica para a manutenção dos recursos no patrimônio social.

As justificativas para a retenção podem assumir diversas formas, conforme as circunstâncias da companhia. Uma decisão de retenção pode ser justificada com o argumento de que o autofinanciamento é necessário para dado projeto que, considerando as circunstâncias, maximizará o valor da companhia. Pode, igualmente, apoiar-se na demonstração de que o autofinanciamento constitui alternativa mais eficiente do que o recurso ao endividamento. Semelhantemente, uma decisão de retenção pode se mostrar justificável à vista de um cenário macroeconômico desfavorável que possa colocar em risco a lucratividade da companhia e, até mesmo, sua sobrevivência – como se tornou particularmente evidente no contexto da pandemia de Covid-19. Em qualquer caso, o que se exige é que a retenção esteja acompanhada de fundamentação que permita aos acionistas avaliar a aderência da medida ao interesse social.

Isso não significa exigir dos administradores demonstrações financeiras complexas, avaliações econômicas exaustivas ou comprovação antecipada do sucesso do investimento. A atividade empresarial envolve riscos e incertezas incompatíveis com qualquer exigência de certeza quanto aos resultados futuros.

Exige-se, entretanto, que a retenção esteja associada a finalidade economicamente identificável e apoiada em premissas minimamente plausíveis. Em outras palavras, deve existir razão verificável para concluir que a manutenção dos recursos na companhia atende ao interesse social de forma mais adequada do que sua distribuição imediata aos acionistas.

Essa perspectiva é compatível com a própria lógica do art. 196. Se a lei permite a postergação do exercício do direito ao dividendo,

essa postergação somente se justifica quando associada à expectativa de utilização economicamente racional dos recursos retidos.

A própria CVM já reconheceu a relevância desse conteúdo material. No PAS CVM nº RJ2012/3110[394], o Colegiado aplicou penalidade pela apresentação de proposta de retenção de lucros sem orçamento de capital apto a embasá-la, entendendo insuficiente a mera existência formal de documentação desacompanhada dos elementos necessários para justificar a retenção. O precedente é particularmente relevante porque demonstra que a exigência legal não se satisfaz com a simples nomenclatura adotada pela companhia, mas pressupõe efetiva capacidade do orçamento de justificar a retenção proposta.

De forma semelhante, os debates travados nos casos Aliança da Bahia revelam preocupação recorrente da CVM com a completude, suficiência e relevância das informações disponibilizadas aos acionistas, reforçando a ideia de que o orçamento de capital deve permitir avaliação consciente e informada da decisão de retenção.

5.2. LIMITES DA ANÁLISE ECONÔMICA DO ORÇAMENTO DE CAPITAL

A necessidade de justificação econômica não transforma o controle jurídico do orçamento de capital em avaliação de mérito empresarial.

O direito societário não exige que administradores escolham sempre o melhor investimento possível, tampouco atribui ao intérprete a função de substituir o juízo empresarial regularmente exercido pelos órgãos da companhia[395]. O papel da análise jurídica é mais limitado.

O que se busca verificar é a existência de racionalidade mínima na decisão de retenção. Em vez de avaliar se determinado investimento

394 BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/3110. Relator: Diretor Pablo Renteria. Data de Julgamento: 14 fev. 2017 (caso Aliança da Bahia I).

395 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. III, cit., p. 575 ("*A lei das S.A., a fim de evitar que os acionistas minoritários tenham lesado o seu direito de receber dividendos, é rigorosa na destinação dos lucros, impedindo que a sua retenção ocorra de forma aleatória*").

produzirá efetivamente o maior retorno possível, importa examinar se a decisão de manter recursos na companhia encontra suporte em premissas consistentes e em objetivos compatíveis com o interesse social.

Embora o direito societário não exija cálculo formal de custo de capital, esse conceito oferece referência econômica útil para avaliar a plausibilidade da retenção como decisão de investimento. Em finanças corporativas, a retenção de lucros somente se justifica quando o retorno esperado do reinvestimento supera o custo de capital da companhia — caso contrário, a distribuição aos acionistas seria a alocação mais eficiente dos recursos. Essa lógica, embora não constitua critério jurídico vinculante, serve como parâmetro auxiliar para aferir a racionalidade da decisão de retenção e sua aderência ao interesse social.

Nesse contexto, o controle do orçamento de capital aproxima-se da lógica utilizada para a análise de outras decisões empresariais sujeitas à discricionariedade dos administradores. A questão central não consiste em determinar se a decisão foi economicamente ótima, mas se ela foi construída a partir de processo racional de avaliação das alternativas disponíveis.

Assim, a retenção de lucros não deve ser invalidada pelo simples insucesso posterior do investimento que a justificou. O elemento relevante é verificar se, no momento em que a decisão foi tomada, existiam fundamentos suficientes para concluir que a utilização proposta dos recursos possuía plausibilidade econômica e compatibilidade com os interesses da companhia.

Essa preocupação também pode ser observada no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/8386, envolvendo Energisa S.A. e Companhia Industrial Cataguases[396]. Embora o debate estivesse centrado na natureza jurídica dos lucros retidos com fundamento no art. 196 e em sua relação com o regime das reservas de lucros, as

396 BRASIL. CVM. Processo Administrativo CVM nº RJ2012/8386. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Data de Julgamento: 02 out. 2018 (caso Cataguases).

discussões conduzidas no âmbito do Colegiado revelam preocupação com os limites da retenção e com a preservação da coerência do sistema legal de destinação dos resultados. Em especial, o processo evidencia a sensibilidade da CVM ao risco de acumulação excessiva de recursos e à necessidade de que a retenção permaneça vinculada à finalidade específica para a qual foi autorizada.

Sob essa perspectiva, a retenção de lucros não constitui espaço de liberdade irrestrita conferido à administração ou aos acionistas controladores. O orçamento de capital deve permanecer funcionalmente vinculado às razões que justificaram sua aprovação, sob pena de converter-se em instrumento permanente de postergação da distribuição de dividendos, em desarmonia com a lógica protetiva dos arts. 109 e 202 da Lei das S.A.

A compreensão do orçamento de capital como decisão de alocação de recursos, orientada pelo interesse social e sujeita a justificação econômica, conduz diretamente ao tema dos deveres fiduciários dos administradores. A questão passa a exigir exame dos parâmetros que devem orientar o comportamento da administração ao propor a retenção e dos critérios pelos quais essa decisão pode ser juridicamente controlada.

6. DEVER DE DILIGÊNCIA E CONTROLE DA RETENÇÃO

A decisão de reter lucros com base em orçamento de capital não deve ser compreendida apenas como deliberação sobre a destinação contábil do resultado do exercício. Trata-se, substancialmente, de decisão empresarial de alocação de recursos, com impacto direto sobre o direito dos acionistas à participação nos lucros e sobre a estrutura financeira da companhia. Por essa razão, sua legitimidade deve ser examinada à luz do dever de diligência dos administradores, previsto no art. 153 da Lei das S.A.

6.1. DEVERES FIDUCIÁRIOS APLICÁVEIS À RETENÇÃO

O dever de diligência, previsto no art. 153 da Lei das S.A., exige que o administrador empregue, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. Trata-se de cláusula geral de conduta que se decompõe em deveres específicos, cuja observância conjunta configura o padrão de comportamento esperado dos administradores: o dever de informar-se, o dever de vigiar, o dever de investigar, o dever de intervir e o dever de participar ativamente dos processos decisórios da companhia[397].

Aplicados ao contexto do orçamento de capital, esses sub-deveres impõem à administração obrigações concretas. O dever de informar-se exige que os administradores busquem e analisem os dados econômico-financeiros necessários para fundamentar a proposta de retenção — incluindo a avaliação das necessidades da companhia, das alternativas de financiamento disponíveis e da compatibilidade do montante a ser retido com os investimentos indicados. O dever de vigiar impõe o acompanhamento contínuo da execução do orçamento aprovado e a verificação de que os recursos retidos estão sendo efetivamente aplicados nas finalidades declaradas. O dever de investigar exige atenção a sinais de desvio ou de incoerência entre o orçamento e a realidade da companhia. O dever de intervir obriga os administradores a agir quando constatarem que a retenção perdeu sua justificativa original ou que os recursos não estão sendo utilizados conforme o aprovado. Por fim, o dever de participar exige que a elaboração e aprovação do orçamento de capital não sejam delegadas sem supervisão adequada, cabendo aos órgãos de administração envolver-se efetivamente no processo decisório.

397 Sobre o assunto, vide VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Art. 153. In: GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis (Coord.). *Sociedades*. v. 2. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2024, pp. 766-780 (desenvolvendo os deveres de informar-se, vigiar, investigar, intervir e participar). Cf., também, EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. III, cit., pp. 369-376.

O dever de diligência não se esgota na fase de elaboração da proposta. Ele se projeta também sobre a etapa de execução. Se a companhia reteve lucros com fundamento em determinado orçamento, os administradores devem acompanhar a aplicação dos recursos e verificar se a retenção permanece compatível com os fundamentos originalmente apresentados. A ausência de execução dos investimentos previstos, a utilização dos recursos para finalidade diversa ou a manutenção indefinida dos valores retidos sem revisão adequada podem indicar desvio da finalidade do instituto.

Ao dever de diligência soma-se o dever de informar (art. 157 da Lei das S.A.), que impõe aos administradores a obrigação de disponibilizar aos acionistas os dados relevantes para a compreensão da proposta de retenção. São deveres distintos: o dever de diligência diz respeito à conduta do administrador ao decidir (buscar informações, avaliar alternativas, participar do processo); o dever de informar refere-se à prestação de informações ao mercado e aos acionistas para viabilizar o exercício informado do direito de voto. A exigência de justificação não implica fundamentação excessivamente minuciosa: o que se exige é que a descrição e a justificativa sejam contextualizadas às circunstâncias concretas e inteligíveis para a boa compreensão dos acionistas.

A decisão de retenção envolve dinâmica institucional própria: embora a proposta seja formulada pela administração, a deliberação compete à assembleia geral (art. 196, caput). O dever de diligência recai primordialmente sobre os administradores na fase de elaboração e fundamentação da proposta. O dever de informar opera na interface entre administração e assembleia: os administradores devem disponibilizar informações suficientes para que os acionistas possam exercer seu direito de voto de maneira esclarecida. Os acionistas, a seu turno, estão vinculados pelo dever de exercer o voto no interesse da companhia (art. 115), não podendo aprovar retenções que configurem abuso do direito de voto ou do poder de controle (art. 117). A aprovação assemblear é, assim, condição necessária, mas não suficiente, para a legitimidade da retenção.

6.2. A BUSINESS JUDGMENT RULE E A PROTEÇÃO DA DECISÃO EMPRESARIAL

Cumpridos os deveres que recaem sobre administradores e acionistas, a questão que se coloca é a extensão em que o resultado da decisão pode ser objeto de revisão externa. É nesse ponto que incide a *business judgment rule*, que opera como regra de proteção dos administradores em relação aos resultados de suas decisões. Trata-se de regra de não revisão judicial (ou regulatória) do mérito das decisões empresariais: uma vez observados seus pressupostos, o julgador ou regulador não deve substituir o juízo empresarial dos administradores por sua própria avaliação econômica retrospectiva. A regra reflete o reconhecimento de que a atividade empresarial envolve incerteza incompatível com qualquer exigência de acerto *ex post* e de que os administradores, por estarem mais próximos da realidade empresarial, encontram-se em melhor posição para avaliar riscos e oportunidades.

Em sua formulação clássica, a *business judgment rule* protege a decisão empresarial que tenha sido tomada de forma informada, refletida e desinteressada. Informada, no sentido de que o administrador buscou as informações razoavelmente disponíveis antes de decidir. Refletida, no sentido de que houve ponderação efetiva das alternativas e de seus impactos. Desinteressada, no sentido de que o administrador não possuía interesse pessoal conflitante com o da companhia. Quando presentes esses pressupostos, a decisão não deve ser revista pelo Poder Judiciário ou pela CVM, ainda que seus resultados econômicos tenham sido negativos. A importância dessa regra reside em preservar a autonomia do juízo empresarial: sem ela, os administradores seriam desincentivados a assumir riscos legítimos, comprometendo a dinâmica da atividade empresarial e a própria função econômica da companhia.

Aplicada ao orçamento de capital, a *business judgment rule* significa que o insucesso posterior do investimento que motivou a retenção não invalida, por si só, a decisão originalmente tomada. A

questão recai sobre a racionalidade do processo que a antecedeu, não sobre seu resultado. Como observa Bruno Tostes,

> "[a] prevalência da preservação e expansão da empresa pode ser vista como uma maneira de justificar quaisquer decisões tomadas pela assembleia geral (ou pela administração) que contribuam para a maximização do valor da companhia ou para sua integridade patrimonial e adequada capacidade econômico-financeira"[398].

Essa premissa, contudo, não pode ser utilizada como recurso retórico para legitimar decisões abusivas. A *business judgment rule* pressupõe a licitude da conduta: decisões tomadas em violação à lei ou ao estatuto social não se beneficiam da deferência judicial ou regulatória.

A deferência conferida pela *business judgment rule* não significa, portanto, ausência de controle. Ela apenas desloca o foco: do mérito econômico da decisão para a qualidade do processo que a antecedeu. Não se trata de verificar se o investimento efetivamente gerou o retorno esperado, mas se a retenção foi aprovada com base em informações suficientemente completas, em premissas coerentes e em finalidade compatível com o interesse social. A ausência desses elementos afasta a justificativa para a deferência decisória. É a partir dessa lógica que se pode propor um standard mínimo de verificação.

6.3. STANDARD MÍNIMO DE CONTROLE DA RETENÇÃO

A partir dessa premissa, pode-se propor um *standard* mínimo de controle da retenção de lucros com base em orçamento de capital, composto por quatro elementos principais. Primeiro, deve haver

398 TOSTES CORRÊA, Bruno. As reservas das sociedades anônimas: entre liberdade e controle, cit., item 3.4.6.1.

finalidade econômica identificável, isto é, a companhia deve indicar por que os recursos devem permanecer em seu patrimônio. Segundo, as premissas adotadas devem ser minimamente consistentes, permitindo compreender a relação entre os valores retidos e a finalidade declarada. Terceiro, o montante da retenção deve ser adequado e proporcional à finalidade apresentada. Quarto, deve haver transparência informacional suficiente — decorrente do dever de informar — para permitir aos acionistas avaliar a proposta de forma consciente. Os três primeiros elementos referem-se à qualidade da decisão (dever de diligência); o quarto, à adequação da informação prestada (dever de informar). Ambos são pressupostos para a legitimidade da retenção.

A jurisprudência administrativa da CVM oferece suporte relevante para essa construção. Conforme já analisado na Seção 5, os precedentes envolvendo a Companhia Aliança da Bahia ressaltaram a relevância da suficiência informacional do orçamento de capital e a necessidade de que os acionistas tenham condições de compreender as razões da retenção proposta. Sob a ótica dos deveres fiduciários aqui examinada, esses precedentes indicam que o controle do orçamento de capital não se limita à existência formal do documento, alcançando também a qualidade do processo decisório que o fundamentou e a adequação das informações prestadas.

De modo semelhante, o Processo CVM RJ2012/8386 (Companhia Industrial Cataguases)[399] reforça que a retenção de lucros com base em orçamento de capital deve permanecer vinculada à finalidade que justificou sua aprovação. Sob o prisma do dever de diligência, o precedente evidencia que a coerência entre o orçamento aprovado, os valores retidos e a efetiva destinação dos recursos constituem elemento central da avaliação da conduta dos administradores.

A insuficiência de qualquer desses elementos não conduz automaticamente à invalidade da deliberação, mas fragiliza sua

399 BRASIL. CVM. Processo Administrativo CVM nº RJ2012/8386. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Data de Julgamento: 02 out. 2018 (caso Cataguases).

legitimidade e pode indicar descumprimento do dever de diligência. Quanto mais genérico for o orçamento, maior deve ser o ônus argumentativo da administração para demonstrar sua necessidade. Da mesma forma, quanto mais expressiva ou recorrente for a retenção, maior deve ser a preocupação com sua fundamentação e com o acompanhamento posterior da destinação dos recursos.

6.4. INTERAÇÃO COM O ABUSO DO PODER DE CONTROLE

A análise do dever de diligência também deve ser articulada com os limites ao poder de controle. Em companhias com estrutura acionária concentrada, a retenção de lucros pode ser utilizada como instrumento de pressão sobre minoritários, especialmente quando aprovada de forma reiterada, com justificativas vagas ou sem correspondência com investimentos efetivamente realizados[400]. Nessas hipóteses, o orçamento de capital deixa de funcionar como instrumento legítimo de planejamento empresarial e passa a operar como mecanismo de bloqueio ou postergação indevida de dividendos.

A jurisprudência judicial recente reforça essa preocupação. No AgInt no AREsp nº 1.000.843/SP (3ª Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, DJe 22/06/2017)[401], o Superior Tribunal de Justiça reconheceu que a intervenção judicial na política de dividendos é admissível quando configurado abuso do poder de controle, em especial nos casos em que a retenção de lucros é levada a efeito pelos controladores sem que o capital retido receba a destinação invocada em assembleia. O acórdão registrou que as retenções aprovadas pelos acionistas controladores podiam constituir "*forma dissimulada de não distribuir os lucros auferidos pela companhia aos acionistas minoritários*",

400 COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 293 e ss. Cf., também, EIZIRIK, Nelson; CARVALHOSA, Modesto. *A nova Lei das S/A*, cit., pp. 363-364 ("*todo o resultado do exercício das companhias abertas ou fechadas tenha destinação para reservas ou que seja pago como dividendos*").

401 BRASIL. STJ. AgInt no AREsp nº 1.000.843/SP (2016/0273372-9). Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Terceira Turma. Data de Julgamento: 06 jun. 2017. Data de Publicação: 22 jun. 2017.

reconhecendo que a pretensão desbordava da mera intervenção do Poder Judiciário na vida social da companhia.

O precedente é particularmente relevante para a tese deste artigo porque desloca o controle da existência formal da deliberação assemblear para a verificação material da destinação efetiva dos recursos retidos — lógica inteiramente compatível com o *standard* de controle aqui proposto. Ao determinar a produção de prova pericial para apuração do alegado abuso, o STJ sinalizou que a sindicabilidade da retenção pode demandar análise técnico-contábil, reforçando a natureza híbrida — jurídica e econômica — do instituto e a insuficiência de controles puramente formais.

Em síntese, a retenção de lucros com base em orçamento de capital deve ser tratada como decisão fiduciária sujeita a controle material. A assembleia geral pode aprovar a retenção, mas essa aprovação não sana a ausência de racionalidade econômica, de fundamentação suficiente ou de observância do dever de diligência. O orçamento de capital, portanto, não é apenas documento justificativo da retenção: é expressão do processo decisório que deve demonstrar, perante os acionistas, por que a não distribuição dos lucros atende ao interesse social e respeita os limites legais do sistema de destinação de resultados.

7. PROBLEMAS DA PRÁTICA SOCIETÁRIA E EXEMPLOS DE APLICAÇÃO

A experiência societária demonstra que as principais controvérsias envolvendo o orçamento de capital raramente decorrem da inexistência formal do instrumento. Na maior parte dos casos, as companhias apresentam documento denominado orçamento de capital e observam os procedimentos previstos na Lei das S.A. Os questionamentos surgem quando se examina a qualidade das informações disponibilizadas aos acionistas, a consistência das premissas adotadas e a efetiva correspondência entre a retenção aprovada e a utilização posterior dos recursos.

Nesse contexto, a aplicação do *standard* de controle proposto na seção anterior pode ser ilustrada por algumas situações recorrentes na prática societária.

7.1. ORÇAMENTO VINCULADO A INVESTIMENTO IDENTIFICÁVEL

A situação que melhor se ajusta à lógica do art. 196 é aquela em que a retenção de lucros se encontra associada a projeto ou necessidade concreta de investimento. Nesses casos, a companhia costuma apresentar cronograma de execução, indicação dos recursos necessários, justificativa econômica da operação e estimativa de sua implementação.

Embora o investimento projetado possa não produzir os resultados originalmente esperados, a retenção tende a revelar maior aderência aos objetivos do instituto. O elemento relevante não é o sucesso posterior do projeto, mas a existência de justificativa econômica identificável e de informação suficiente para permitir que os acionistas compreendam as razões da retenção.

Sob a ótica do dever de diligência, esse tipo de situação normalmente apresenta menor risco de questionamento, pois evidencia a existência de finalidade específica, consistência interna e vínculo entre os recursos retidos e a utilização pretendida.

7.2. ORÇAMENTO EXCESSIVAMENTE GENÉRICO

Em posição oposta encontram-se os casos em que o orçamento se limita a referências genéricas à expansão das atividades, ao crescimento da companhia ou a futuras oportunidades de investimento.

Embora tais finalidades possam ser legítimas em abstrato, sua formulação excessivamente ampla dificulta a compreensão dos motivos concretos que justificam a retenção dos lucros. Quanto mais genérica for a descrição da destinação dos recursos, maior tende a ser

a dificuldade de verificar a adequação do montante retido e a própria necessidade da retenção.

O problema não consiste necessariamente na ausência de um projeto individualizado, mas na insuficiência de elementos que permitam avaliar a coerência entre a finalidade declarada e os recursos cuja distribuição está sendo postergada.

Nessas hipóteses, a fragilidade recai principalmente sobre o requisito da transparência informacional.

7.3. RETENÇÃO RECORRENTE E AUSÊNCIA DE EXECUÇÃO

Situação particularmente sensível ocorre quando a companhia promove retenções sucessivas com base em orçamentos de capital aprovados em exercícios distintos, sem que os investimentos originalmente indicados sejam implementados ou adequadamente atualizados.

Nesses casos, a preocupação não decorre da retenção isoladamente considerada, mas da repetição do comportamento ao longo do tempo. A manutenção continuada de recursos retidos sem correspondência com a execução dos investimentos anunciados pode sugerir que a retenção deixou de desempenhar função instrumental para se tornar mecanismo permanente de acumulação de resultados.

Sob a perspectiva do dever de diligência, a questão relevante passa a ser a atuação da administração após a aprovação do orçamento. A legitimidade da retenção pressupõe não apenas justificativa inicial adequada, mas também acompanhamento e reavaliação contínuos da necessidade de manutenção dos recursos na companhia.

É justamente nesse ponto que se torna mais evidente a importância da dimensão executória do dever de diligência desenvolvida na Seção anterior.

7.4. RETENÇÃO DESTINADA À PRESERVAÇÃO DA LIQUIDEZ

Hipótese mais complexa surge quando a companhia justifica a retenção pela necessidade de manutenção de liquidez, fortalecimento de sua estrutura financeira ou preparação para contexto econômico adverso.

Nessas situações, a retenção nem sempre está associada a investimento específico ou à execução de projeto determinado. Ainda assim, isso não implica, por si só, incompatibilidade com o art. 196. O aspecto central desloca-se para a demonstração objetiva das circunstâncias que justificam a necessidade de preservação dos recursos.

Quanto mais a justificativa estiver relacionada a condições financeiras gerais da companhia, maior tende a ser a importância da demonstração da proporcionalidade da retenção. A administração deve evidenciar por que o montante retido se mostra adequado às necessidades identificadas e por que a distribuição dos resultados seria incompatível com a situação financeira da companhia.

Nesses casos, os critérios de adequação do montante e de consistência da justificativa assumem papel particularmente relevante.

Essa hipótese exige particular cautela para que não se confunda com a exceção prevista no art. 202, §4º, da Lei das S.A. A não distribuição do dividendo obrigatório por incompatibilidade com a situação financeira é hipótese distinta da retenção por orçamento de capital: enquanto o art. 196 pressupõe que a companhia dispõe de capacidade financeira para investir e retém recursos para esse fim, o art. 202, §4º, reconhece a incapacidade de pagar e sujeita os lucros não distribuídos a registro como reserva especial. A utilização do orçamento de capital como veículo para preservar liquidez sem vinculação a investimentos específicos pode configurar desvio funcional do instituto, aproximando a prática do abuso reconhecido pela CVM no Processo RJ2004/2684.

7.5. O RISCO DE SUBSTITUIÇÃO FUNCIONAL DO REGIME LEGAL DE DIVIDENDOS

As situações examinadas anteriormente convergem para preocupação comum: o risco de que o orçamento de capital deixe de operar como exceção à distribuição dos lucros para se transformar em mecanismo permanente de retenção de resultados.

Quando a retenção passa a ser utilizada de forma reiterada, baseada em justificativas excessivamente amplas ou desacompanhada da efetiva utilização dos recursos para as finalidades informadas aos acionistas, o instituto aproxima-se de uma lógica incompatível com o sistema construído pelos arts. 109 e 202 da Lei das S.A.

É precisamente nesse contexto que o controle material da retenção se revela necessário. A análise não deve se limitar à existência formal do orçamento, mas alcançar a finalidade econômica da medida, a consistência de suas premissas, a proporcionalidade do valor retido e a suficiência das informações fornecidas aos acionistas.

Dessa forma, os exemplos analisados não constituem categorias estanques, mas manifestações concretas dos critérios desenvolvidos na Seção 6. Sua utilidade reside em demonstrar que a distinção entre retenções legítimas e abusivas depende menos do cumprimento formal dos requisitos legais e mais da capacidade de o orçamento de capital justificar, de forma transparente e racional, a postergação do exercício do direito dos acionistas à percepção dos lucros sociais.

8. CONCLUSÃO

O orçamento de capital constitui instrumento central para a conciliação entre a necessidade de investimento da companhia e o direito dos acionistas à percepção de dividendos. Sua função no sistema da Lei das S.A. é permitir a retenção excepcional de lucros, desde que devidamente justificada e orientada pelo interesse social. A análise desenvolvida neste artigo demonstra, contudo, que a legitimidade

desse instrumento não se esgota na observância de requisitos formais, exigindo a consideração de elementos econômicos substantivos.

A análise deste artigo pode ser sintetizada em três pontos. Primeiro, a retenção de lucros com base em orçamento de capital constitui verdadeira decisão de investimento, não mera deliberação sobre destinação contábil. Como tal, deve ser presidida pelo interesse social e orientada pela lógica econômica de alocação de recursos. Segundo, essa decisão submete-se ao regime dos deveres fiduciários dos administradores — notadamente o dever de diligência e o dever de informar — e está protegida pela *business judgment rule* quando tomada de forma informada, refletida e desinteressada, afastando-se a revisão judicial ou regulatória do mérito empresarial. Terceiro, a deferência conferida pela *business judgment rule* não significa ausência de controle, mas deslocamento de seu foco: do resultado econômico da decisão para a qualidade do processo que a antecedeu.

A partir dessa compreensão, identifica-se um *standard* mínimo de controle composto por quatro elementos: (i) finalidade econômica identificável; (ii) consistência das premissas adotadas; (iii) adequação e proporcionalidade do montante retido; e (iv) transparência informacional suficiente para o exercício esclarecido do direito de voto. Os três primeiros elementos decorrem do dever de diligência; o quarto, do dever de informar. Ambos são pressupostos para a legitimidade da retenção e para a incidência da deferência conferida pela *business judgment rule*.

As implicações práticas dessa construção são relevantes. Para os administradores, o *standard* orienta a elaboração de propostas de retenção que resistam ao escrutínio regulatório e judicial: não basta apresentar documento formalmente denominado orçamento de capital; é necessário demonstrar a racionalidade econômica da medida e disponibilizar informações suficientes para a deliberação assemblear. Para os acionistas, o modelo reforça a possibilidade de questionamento material da retenção quando ausentes os elementos de legitimidade, independentemente da aprovação assemblear. Para a CVM e o Poder Judiciário, oferece parâmetros objetivos de controle

que superam a mera verificação formal sem invadir o mérito da decisão empresarial.

A convergência entre a jurisprudência administrativa da CVM — que, desde os casos Têxtil Renaux e Iguaçu de Café Solúvel, reconhece o caráter exaustivo das hipóteses de destinação e a necessidade de justificação substancial do orçamento — e a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça — que admite a sindicabilidade judicial da retenção quando configurado abuso do poder de controle — reforça a pertinência de um modelo de controle que supere a mera verificação formal e incorpore critérios materiais de legitimidade.

Por fim, é fundamental ressalvar que o controle material aqui descrito não substitui a autonomia empresarial nem transforma o regulador em gestor. Ao contrário, ele a condiciona: preserva a liberdade de decisão dos administradores quando exercida com diligência, informação e boa-fé, mas submete a retenção a escrutínio quando ausentes esses pressupostos. A superação de uma abordagem estritamente formal e a incorporação de critérios materiais de controle contribuem, em última análise, para o fortalecimento do regime de governança corporativa, para a proteção efetiva dos direitos dos acionistas e para a própria credibilidade do orçamento de capital como instrumento de planejamento empresarial.

COMPANHIAS DE MENOR PORTE E O REGIME FÁCIL: UM INCENTIVO AO ACESSO AO MERCADO DE CAPITAIS

André Paschoal Café de Castro[402]

Julia Barreto Lobo Dutra[403]

1. A LEI DAS S.A. E A INTRODUÇÃO DAS COMPANHIAS DE MENOR PORTE

O arranjo jurídico-normativo da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 ("Lei das S.A.") foi historicamente concebido para sociedades de grande porte, mediante a estruturação de um marco regulatório próprio, dotado de estruturas de governança corporativa complexas, projetadas para viabilizar a consecução de grandes projetos[404].

Em razão disso, não é à toa que, comumente, as sociedades de pequeno e médio porte no Brasil costumam adotar a forma de sociedade limitada[405], diante da burocracia e dos altos custos inerentes à constituição e manutenção de uma sociedade anônima[406].

---

402 Bacharel em direito pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), diretor do Grupo de Estudos em Direito Empresarial – GEDEMP e advogado da equipe de mercado de capitais, societário e companhias abertas do Demarest Advogados.

403 Bacharel em direito pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) e em Relações Internacionais pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC- MG), e conta com MBA Executivo pela Fundação Dom Cabral (FDC). Julia é sócia do Demarest Advogados e assessora companhias abertas e fechadas em aspectos societários, regulatórios e de governança corporativa, bem como em operações financeiras e de mercado de capitais, locais e internacionais, incluindo ofertas públicas de ações (*IPOs* e *Follow-ons*), ofertas de dívida (debêntures, certificados de recebíveis e outros valores mobiliários). Julia é reconhecida em algumas das mais relevantes publicações legais, incluindo *Chambers & Partners* e *The Legal 500*.

404 COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana (coord.). *Lei das sociedades anônimas comentada*. 4. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2025. Cap. XXVI – Disposições Transitórias (arts. 294-A a 300), p. 1099.

405 De acordo com o "Mapa de Empresas – Relatório do 2º Quadrimestre de 2025", publicado em 12 de setembro de 2025 pelo Ministério do Empreendedorismo, da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte, em 31 de agosto de 2025, existiam no país 7.964.044 sociedades empresárias limitadas, em contraste com apenas 205.277 sociedades anônimas. Em outras palavras, para cada sociedade anônima existente no Brasil, havia aproximadamente 39 sociedades limitadas. BRASIL. Ministério do Empreendedorismo, da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. *Mapa de Empresas – Relatório do 2º Quadrimestre de 2025*. Brasília, 2025.

406 Nesse sentido, Carvalhosa dispõe: "As pequenas e médias empresas, e até algumas de grande porte, historicamente têm preferido adotar a forma de sociedades limitadas no Brasil, diante dos

Nesse sentido, vale mencionar que o próprio legislador, ao longo do tempo, contribuiu para afastar a correlação entre sociedades de pequeno porte e a constituição sob a forma de sociedade anônima. A título de exemplo, a Lei Complementar nº 123, publicada em 14 de dezembro de 2006, estabeleceu um regime tributário simplificado para sociedades com receita bruta igual ou superior a R$ 360.000,00 e igual ou inferior a R$ 4.800.000,00 – as denominadas "Microempresas" e "Empresas de Pequeno Porte", respectivamente - de forma que, independentemente de se enquadrarem nas faixas de receita bruta ora mencionadas, excluem-se do conceito de "Microempresas" ou "Empresas de Pequeno Porte" as sociedades organizadas sob a forma de sociedade anônima[407].

Por sua vez, nos últimos anos, o legislador tem – felizmente – perdido a "timidez" em promover alterações legislativas para tornar o arcabouço jurídico da Lei das S.A. mais acessível e vantajoso a pequenas e médias companhias. Um exemplo disso é a promulgação da Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021 ("Lei Complementar 182"), que instituiu o marco legal das *startups* e implementou alterações na Lei das S.A., para conferir contornos a uma espécie de "S.A. simplificada".

Dentre as alterações trazidas pela Lei Complementar 182, destaca-se (i) a reformulação do regime de publicações obrigatórias de documentos societários, mediante a reforma do art. 289 da Lei das S.A.[408], (ii) a inclusão do art. 294-A da Lei das S.A., conferindo à

---

elevados custos, complexidade e burocracia das sociedades anônimas. No entanto, a regulação deste tipo societário não fornece a organização, simplicidade e praticidade exigidas pelo empresariado, sobretudo para ter acesso a alguns tipos de financiamento. Isso foi agravado em 2002, quando, ao contrário do que se verificava ao redor do mundo, o Código Civil brasileiro deixou de simplificar a sociedade anônima e, além disso, tornou a sociedade limitada ainda mais burocrática." CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas*. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). *Tratado de direito empresarial*. v. III. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. Disponível em: https://next-proview.thomsonreuters.com/title. Acesso em: 30 jun. 2026.

407 COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana (coord.). *Lei das sociedades anônimas comentada*. 4. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2025. Cap. XXVI – Disposições Transitórias (arts. 294-A a 300), p. 1099.

408 O art. 294 da Lei das S.A. foi reformado para permitir que companhias com receita bruta anual de até R$ 78.000.000,00 (setenta e oito milhões de reais) possam realizar publicações ordenadas pela lei de forma eletrônica, em exceção ao disposto no art.

Comissão de Valores Mobiliários (doravante "CVM" ou "Autarquia"), dentre outras questões[409], a prerrogativa de regulamentar condições facilitadas para o acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais e (iii) a inclusão do art. 294-B na Lei das S.A., o qual define "companhia de menor porte" como aquela que aufere receita bruta anual inferior a R$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais), valor esse passível de atualização periódica pela CVM ("Companhia de Menor Porte")[410].

Nesse sentido, mais do que promover ajustes pontuais na Lei das S.A., a Lei Complementar 182 inaugurou uma nova lógica regulatória, fundada na premissa de que a participação de pequenas e médias empresas no mercado de capitais demanda um tratamento normativo proporcional às suas características e especificidades, sem prejuízo da proteção dos investidores e da integridade do mercado.

A partir desse novo paradigma e da prerrogativa legal da CVM para regulamentar o tema, a Autarquia criou o Regime FÁCIL – Facilitação do Acesso a Capital e de Incentivo a Listagens (doravante "Regime FÁCIL" ou "FÁCIL"), mediante a edição da Resolução CVM nº 231, de 3 de julho de 2025 ("Resolução CVM 231") e a Resolução CVM nº 232, de 3 de julho de 2025 ("Resolução CVM 232"), cuja disciplina e relevância serão examinadas a seguir.

---

289 da Lei das S.A., que prevê a necessidade de publicação de documentos societários em jornal de grande circulação editado na localidade em que esteja situada a sede da companhia. A alteração resultou em significativa economia às companhias que se enquadram no referido patamar de receita, haja vista os elevados custos relacionados à publicação de documentos societários em jornais.

409 Observada a prerrogativa da CVM concedida pelo inciso IV, do art. 294-A, da Lei das S.A., a CVM editou, em 1º de setembro de 2022, a Resolução CVM nº 166, conforme alterada, que possibilitou que companhias abertas de menor porte – aquelas que tenham auferido receita bruta anual inferior a R$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais) verificada com base nas demonstrações financeiras de encerramento do último exercício social – e companhias sem registro de companhia aberta perante a CVM que possuem valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários realizassem as publicações ordenadas na Lei das S.A. através dos sistemas Empresas.NET ou Fundos.Net, conforme o caso.

410 FILHO, Alfredo L.; PEDREIRA, José Luiz B. *Direito das Companhias.* 3ª Edição 2026. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2026. E-book. p.103. ISBN 9788530999896. Disponível em: https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788530999896/. Acesso em: 30 jun. 2026.

2. RESOLUÇÃO CVM 231 E RESOLUÇÃO CVM 232 E A INTRODUÇÃO DO REGIME FÁCIL

Em vigor desde 16 de março de 2026[411], a Resolução CVM 231 e a Resolução CVM 232 têm por principal objetivo ampliar o acesso de Companhias de Menor Porte ao mercado de capitais, mediante a introdução de regras simplificadas e proporcionais à capacidade econômica e operacional de tais companhias[412]. De acordo com a Autarquia, os objetivos do FÁCIL são:

"a) tornar o mercado de capitais uma alternativa mais competitiva com o crédito bancário, contribuindo, assim, para uma redução dos custos de financiamento enfrentados por companhias de menor porte no País; b) ampliar o número de emissores presentes no mercado de capitais e, consequentemente, as possibilidades de investimento e diversificação disponíveis aos investidores; e c) reunir, dentro de um ambiente delimitado e com menores riscos, subsídios para eventuais adaptações futuras da regulamentação do mercado de capitais que podem vir a ser aplicadas, inclusive, a companhias abertas que não se enquadrem no conceito de companhia de menor porte."[413]

Ao passo que a Resolução CVM 231 introduziu breves mudanças na Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022 ("Resolução CVM 80") e na Resolução CVM nº 166, de 1º de setembro de 2022 ("Resolução CVM

411 Em 09 de dezembro de 2025 a CVM editou a Resolução CVM nº 236, que, dentre outras questões, postergou a data de entrada em vigor da Resolução CVM 231 e da Resolução CVM 232 de 2 de janeiro de 2026, para 16 de março de 2026. A alteração foi promovida com o objetivo de conceder tempo adicional para adequação de entidades reguladas às referidas normas (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº 236, de 9 de dezembro de 2025*. Rio de Janeiro: CVM, 2025. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol236.html. Acesso em: 12 jul. 2026).

412 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *CVM cria regime FÁCIL para facilitar acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais*. Rio de Janeiro: CVM, 3 jul. 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/cvm-cria-regime-facil-para-facilitar-acesso-de-companhias-de-menor-porte-ao-mercado-de-capitais>. Acesso em: 12 jul. 2026).

413 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Consulta Pública SDM nº 01/24*. Rio de Janeiro: CVM, 2024, p. 2 e 3. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2024/sdm0124.html. Acesso em: 2 ago. 2026.

166")[414], de natureza complementar e secundária às medidas inerentes ao FÁCIL, a Resolução CVM 232 concentrou o núcleo normativo do Regime FÁCIL.

Nesse contexto, a Resolução CVM 232 aborda, essencialmente, cinco pilares: (i) o enquadramento de sociedades anônimas na condição de Companhia de Menor Porte; (ii) a obtenção, manutenção e o cancelamento de registro de emissor de valores mobiliários pelas Companhias de Menor Porte – comumente chamado de "registro de companhia aberta"; (iii) a instituição de novo regime de ofertas públicas de valores mobiliários emitidos por Companhias de Menor Porte; (iv) dispensas de obrigações regulatórias aplicáveis a Companhias de Menor Porte; e (v) a supervisão exercida pelas entidades administradoras de mercados organizados sobre as Companhias de Menor Porte listadas em mercados por elas administrados. Posto isso, este artigo tratará detalhadamente dos itens (i) a (iv), descritos acima.

2.1. O ENQUADRAMENTO NA CONDIÇÃO DE "COMPANHIA DE MENOR PORTE" E A CLASSIFICAÇÃO COMO "CMP"

A Resolução CVM 232, ao conceituar "Companhia de Menor Porte" como aquela que tenha auferido receita bruta consolidada inferior a 500 milhões de reais não inova: trata-se do mesmo conceito já previsto no art. 294-B da Lei das S.A. e do art. 4º, parágrafo único, do Anexo K, da Resolução CVM 80; todavia, com um adendo: o referido *threshold* de receita bruta consolidada deve ter sido apurado

414 O Anexo B da Resolução CVM 80, que consiste no conteúdo do Formulário Cadastral – documento que contém as principais informações de uma companhia aberta -, foi alterado para introduzir o item de "Classificação do Emissor: "*a. emissor classificado como 'CMP'. b. emissor não classificado como 'CMP'*". Paralelamente, o §2º foi introduzido no art. 1º da Resolução CVM 166, para prever que as disposições ali previstas se aplicam também aos emissores não registrados de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº 231, de 3 de julho de 2025*. Altera as Resoluções CVM nº 80, de 29 de março de 2022, e CVM nº 166, de 1º de setembro de 2022. Rio de Janeiro: CVM, 2025. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol231.html>. Acesso em: 12 jul. 2026).

com base nas demonstrações financeiras de encerramento do último exercício social. Ademais, a aprovação das demonstrações financeiras de encerramento de exercício social - em sede de assembleia geral ordinária - evidenciando o aumento de receita bruta consolidada em patamar igual ou superior a 500 milhões de reais implica o desenquadramento automático da sociedade como Companhia de Menor Porte.

Isso significa, a título de exemplo, que uma companhia enquadrada como Companhia de Menor Porte durante o exercício de 2025 a qual, em 31 de dezembro de 2026, tenha auferido receita bruta consolidada superior a 500 milhões de reais, apenas será desenquadrada como Companhia de Menor Porte após a aprovação das demonstrações financeiras de encerramento de exercício em sede de Assembleia Geral Ordinária – que, em última instância e considerando um exercício social coincidente com o exercício civil, ocorrerá até 30 de abril do exercício social superveniente, nos termos da Lei das S.A.

Nesse contexto, a opção regulatória mostrou-se inequívoca ao estabelecer um marco temporal específico para a transição de regime, o que, na prática, confere às companhias um prazo de até 4 (quatro) meses para se adequarem ao arcabouço regulatório de companhias "convencionais"[415].

Ao passo que companhias abertas e fechadas estão aptas ao enquadramento como "Companhia de Menor Porte" – e suas respectivas dispensas regulatórias -, a classificação como "CMP", introduzida pela Resolução CVM 232, está restrita às companhias abertas enquadradas como Companhias de Menor Porte: trata-se de uma classificação adjacente à categoria de emissor de valores mobiliários, que reflete dispensas regulatórias específicas – as quais serão exploradas nos próximos subcapítulos. Com isso, tem-se a máxima: toda CMP é, por

415 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Consulta Pública SDM nº 01/24*. Rio de Janeiro: CVM, 2024, p. 2 e 3. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2024/sdm0124.html. Acesso em: 2 ago. 2026.

definição, uma Companhia de Menor Porte, mas nem toda Companhia de Menor Porte qualifica-se como CMP.

Os requisitos para uma companhia obter a classificação como CMP, nos termos do art. 9º, §1º, da Resolução CVM 232, são: (i) estar enquadrada na condição de Companhia de Menor Porte; (ii) ter apresentado receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira auditada por auditor independente registrado na CVM; (iii) estar listada em mercado organizado de valores mobiliários[416]; (iv) no caso de emissores de valores mobiliários já registrados na categoria B que possuam valores mobiliários em circulação, obter a anuência prévia dos investidores, seja através de deliberação favorável em assembleias de todas as séries de valores mobiliários representativos de dívida em circulação, seja através de autorização expressa prévia à obtenção da classificação da companhia como CMP no documento de emissão do valor mobiliário em questão; e (v) no caso de emissor de valores mobiliários já registrado na categoria A, além do requisito no item (iv) acima, deliberação favorável à classificação do emissor como CMP pela maioria presente em assembleia especial de titulares de ações em circulação da respectiva companhia.

Dessa forma, existem dois caminhos para obtenção da classificação como CMP: (i) concomitantemente com o registro inicial de emissor de valores mobiliários, sempre que esse for obtido automaticamente em decorrência de listagem da Companhia de Menor Porte em entidade administradora de mercado organizado – conforme será destrinchado nos subcapítulos seguintes; e (ii) no caso de companhias que já possuam registro de emissor de valores

416 A exigência de que a companhia esteja "listada em mercado organizado de valores mobiliários" não se confunde com a mera obtenção de registro de emissor perante a CVM. Trata-se de requisito adicional que pressupõe a obtenção da qualidade de "listado" em entidade administradora de mercado organizada autorizada pela CVM – como, por exemplo, a B3. No caso da B3, a título de exemplo, a listagem na entidade configura-se como condição para admissão à negociação de determinados valores mobiliários na entidade. Em decorrência da listagem na B3, as companhias passam a ficar submetidas a um arcabouço de regras de governança corporativa de acordo com os segmentos de listagem que estão inseridas – Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Regime FÁCIL.

mobiliários perante a CVM, mediante aprovação prévia dos investidores – caso existam valores mobiliários em circulação - e, adicionalmente, apenas para companhias abertas categoria A, deliberação favorável à classificação do emissor como CMP pela maioria presente em assembleia especial de titulares de ações em circulação.

Nesse cenário, vale ressaltar que, além do desenquadramento da condição de Companhia de Menor Porte, quando a classificação como CMP tiver sido obtida concomitantemente com o registro de emissor de valores mobiliários, mediante listagem em entidade administradora de mercado organizado, a ausência de realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários pela companhia nos 24 (vinte e quatro) meses subsequentes à obtenção do registro enseja a desclassificação como CMP. Verifica-se, assim, que o regulador, com o objetivo de fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais, condicionou a atenuação do arcabouço regulatório a uma contrapartida concreta, impondo à companhia o ônus de efetivamente acessar o mercado de capitais para preservar sua classificação como CMP[417].

A classificação como CMP enseja uma série de dispensas regulatórias que, de um lado, reduzem os custos de observância e a carga operacional e burocrática incidente sobre a companhia; de outro, pressupõem a adoção de estruturas de governança corporativa menos sofisticadas, em comparação com aquelas exigidas dos demais emissores, conforme será examinado nos subcapítulos seguintes. Tendo isso em vista, caberá aos acionistas e administradores calibrar o *trade-off* entre eficiência regulatória e robustez das práticas de governança, à luz dos objetivos estratégicos de cada companhia e dos perfis de investidores que se pretenda atrair.

417 Todavia, conforme art. 8º da Resolução CVM 232, vale ressaltar que eventual suspensão ou cancelamento da listagem pela entidade administradora de mercado acarreta perda da classificação CMP, mas não acarreta perda do registro de emissor de valores mobiliários, observadas as disposições da Resolução CVM 80.

2.2. A OBTENÇÃO, MANUTENÇÃO E CANCELAMENTO DE REGISTRO DE EMISSOR DE VALORES MOBILIÁRIOS PELAS COMPANHIAS DE MENOR PORTE

A Lei das S.A., nos termos de seu art. 4º[418], distingue companhias abertas de companhias fechadas a partir da prerrogativa de emissão de valores mobiliários admissíveis à negociação no mercado de valores mobiliários – também chamadas de "ofertas públicas". A norma, conforme racional contido na Exposição de Motivos da Lei das S.A.[419], buscou abarcar no conceito de companhias abertas aquelas que, ao mínimo, fazem apelo à poupança popular e criam relações que não existem em companhias fechadas[420].

Apesar de a definição de companhias abertas trazida pela Lei das S.A. não refletir, precisamente, o atual panorama regulatório do mercado de capitais brasileiro, haja vista a possibilidade de companhias fechadas e, até mesmo, sociedades empresárias limitadas, emitirem valores mobiliários representativos de dívida para distribuição e negociação em mercados regulamentados, nos termos da Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022 ("Resolução CVM 160"), são apenas as companhias abertas que podem acessar o mercado de capitais de forma irrestrita; isto é: ofertar valores mobiliários publicamente em mercados regulamentados, para qualquer público investidor[421].

---

418 Nos termos do art. 4º, caput, da Lei das S.A., "*para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários*". BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 2 ago. 2026.

419 Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf. Acesso em: 2 ago. 2026.

420 VASCONCELLOS, André; NOGUEIRA, Carlos; ALMEIDA, Carolina; REY, Fernanda; RIBEIRO, Fernando; ANTUNES, Henrique Ferreira (coord.). *Brasil S/A: guia de acesso ao mercado de capitais para companhias brasileiras*. 3. ed. São Paulo: DFIN, 2024. p. 70.

421 Ao passo que companhias fechadas e sociedades empresárias podem emitir valores mobiliários representativos de dívida para distribuição e negociação em mercados regulamentados, apenas a investidores profissionais – observada a exceção

Nesse contexto, a Resolução CVM 80, que regula as regras, procedimentos, prazos e documentação necessária para a obtenção do registro de emissor de valores mobiliários, quando esse for obtido diretamente pela CVM, permite que as companhias abertas optem por registro em duas categorias: "A" ou "B". Ao passo que o registro na categoria "A" autoriza a companhia a negociar quaisquer valores mobiliários de sua emissão em mercados regulamentados, o registro na categoria "B" não permite a negociação em mercados regulamentados dos seguintes valores mobiliários: (i) ações e certificados de depósito de ações; ou (ii) valores mobiliários que confiram ao titular o direito de adquirir ações e certificados de depósito de ações, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pela própria companhia ou por sociedade do mesmo grupo econômico[422].

Observada a introdução acima, cumpre salientar que, anteriormente à introdução do Regime FÁCIL, o processo de obtenção do registro de companhia aberta poderia ocorrer apenas mediante submissão de pedido de registro perante a CVM, conforme procedimentos e prazos previstos pela Resolução CVM 80. Com a introdução do FÁCIL, as companhias passaram a contar com uma nova alternativa: a obtenção do registro de emissor de valores mobiliários, em ambas as categorias, mediante procedimento conduzido pela própria entidade administradora de mercado organizado[423].

---

contida no art. 26, IX, da Resolução CVM 160 -, companhias abertas podem fazê-lo a investidores profissionais, investidores qualificados ou ao público em geral. As definições de "investidores profissionais" e "investidores qualificados" estão contidas na Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021.

422 As restrições na negociação de determinados valores mobiliários por companhias registradas na categoria "B", implica, consequentemente, a observância a um volume de obrigações informacionais mais restrita, em comparação às companhias registradas na categoria "A". Pode-se afirmar que os "descontos" regulatórios mais substanciais encontram-se no preenchimento do Formulário de Referência (VASCONCELLOS, André; NOGUEIRA, Carlos; ALMEIDA, Carolina; REY, Fernanda; RIBEIRO, Fernando; ANTUNES, Henrique Ferreira (coord.). *Brasil S/A: guia de acesso ao mercado de capitais para companhias brasileiras*. 3. ed. São Paulo: DFIN, 2024. p. 75 e 81).

423 Até o presente momento, a única entidade administradora de mercado organizado apta a conduzir o procedimento é a B3.

Em comparação com o rito da Resolução CVM 80, o rito de pedido de listagem em entidade administradora de mercado organizado que culmina, automaticamente, na concessão do registro de emissor de valores mobiliários, é notadamente mais simples, a iniciar pela documentação necessária, conforme tabela comparativa abaixo.

Rito Resolução CVM 80	**Rito Pedido de Listagem à Entidade Administradora de Mercado Organizado**
Requerimento de registro de emissor de valores mobiliários, assinado pelo diretor de relações com investidores, indicando a categoria de registro pretendida.	Pedido de listagem de emissor, assinado pelo diretor de relações com investidores, indicando a categoria de registro de emissor de valores mobiliários pretendida.
Ata da assembleia geral ou ato societário que tenha aprovado o pedido de registro.	Ata da assembleia geral ou ato societário que tenha aprovado o pedido de listagem.
Ato societário de designação do diretor de relações com investidores.	Ato societário de designação do diretor de relações com investidores.
Estatuto social, consolidado e atualizado, acompanhado de documento que comprove: a) aprovação dos acionistas; e b) aprovação prévia ou homologação do órgão regulador do mercado em que o emissor atue, quando tal ato administrativo seja necessário para a validade ou a eficácia do estatuto;	Estatuto social, consolidado e atualizado, acompanhado de documento que comprove: a) aprovação dos acionistas; e b) aprovação prévia ou homologação do órgão regulador do mercado em que o emissor atue, quando tal ato administrativo seja necessário para a validade ou a eficácia do estatuto;
Formulário de referência apropriado para a categoria de registro pretendida – conforme conteúdo previsto no Anexo C da Resolução CVM 80.	Formulário de referência apropriado para a categoria pretendida de registro junto à CVM – conforme conteúdo previsto no Anexo C da Resolução CVM 80 - ou o Formulário FÁCIL - conforme conteúdo previsto no Anexo B da Resolução CVM 232 -, conforme aplicável.
Formulário cadastral – conforme conteúdo previsto no Anexo B da Resolução CVM 80.	Formulário cadastral – conforme conteúdo previsto no Anexo B da Resolução CVM 80.

Demonstrações financeiras referentes aos 3 (três) últimos exercícios sociais, elaboradas de acordo com as normas contábeis aplicáveis ao emissor nos respectivos exercícios.	N/A.
Demonstrações financeiras especialmente elaboradas para fins de registro, nos termos dos artigos 27 e 28 da Resolução CVM 80, e que não contenham opinião modificada no respectivo relatório de auditoria, referentes: a) ao último exercício social, desde que tais demonstrações reflitam, de maneira razoável, a estrutura patrimonial do emissor quando do protocolo do pedido de registro; ou b) a data posterior, preferencialmente coincidente com a data de encerramento do último trimestre do exercício corrente, mas nunca anterior a 120 (cento e vinte) dias contados da data do protocolo do pedido de registro, caso: 1. tenha ocorrido alteração relevante na estrutura patrimonial do emissor após a data de encerramento do último exercício social; ou 2. o emissor tenha sido constituído no mesmo exercício do pedido de registro.	Demonstrações financeiras auditadas e elaboradas de acordo com a Lei das S.A., e com as normas da CVM, e que não contenham opinião modificada no respectivo relatório de auditoria, referentes: a) ao último exercício social, desde que tais demonstrações reflitam, de maneira razoável, a estrutura patrimonial do emissor quando do protocolo do pedido de listagem; ou b) a data posterior, preferencialmente coincidente com a data de encerramento do último trimestre do exercício corrente, mas nunca anterior a 120 (cento e vinte) dias contados da data do protocolo do pedido de registro, caso: 1. tenha ocorrido alteração relevante na estrutura patrimonial do emissor após a data de encerramento do último exercício social; ou 2. o emissor tenha sido constituído no mesmo exercício do pedido de listagem.
Comentários da administração sobre as diferenças das demonstrações financeiras relativas ao último exercício social e aquelas apresentadas em conformidade com o inciso VIII, se for o caso.	N/A.
Atas de todas as assembleias gerais de acionistas realizadas nos últimos 12 (doze) meses ou documentos equivalentes, caso o emissor não seja constituído sob a forma de sociedade anônima.	N/A.
Cópia dos acordos de acionistas ou de outros pactos sociais arquivados na sede do emissor.	Cópias dos acordos de acionistas ou de outros pactos sociais arquivados na sede do emissor.
Cópia do contrato mantido com instituição para execução de serviço de valores mobiliários escriturais, se houver.	N/A.

Formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP, referente ao último exercício social.	N/A.
Política de divulgação de informações, se houver.	N/A.
Formulário de informações trimestrais – ITR, nos termos do art. 31 desta Resolução, referentes aos 3 (três) primeiros trimestres do exercício social em curso, desde que transcorridos mais de 45 (quarenta e cinco) dias do encerramento de cada trimestre;	Formulário de informações trimestrais – ITR ou formulário de informações semestrais – ISEM, conforme o caso, referentes aos períodos aos quais as informações se refiram, desde que transcorridos mais de 60 (sessenta) dias do encerramento do trimestre ou semestre, conforme o caso.
Cópia dos termos de posse dos administradores do emissor, nos termos das normas específicas a respeito do assunto;	N/A.
Política de negociação de ações, se houver;	N/A.
Declarações a respeito dos valores mobiliários do emissor detidos pelos administradores, membros do conselho fiscal, e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, nos termos das normas específicas a respeito do assunto.	N/A.
N/A	Relação de dispensas de obrigações regulatórias de que trata o art. 16 da Resolução CVM 232.

Dentre as principais diferenças de documentação exigida em ambos os ritos, destaca-se (i) a possibilidade de apresentação do Formulário FÁCIL – cujo esqueleto e conteúdo constam do Anexo B da Resolução CVM 232 – em substituição ao Formulário de Referência – cujo esqueleto e conteúdo constam do Anexo C da Resolução CVM 80; (ii) a necessidade de apresentação de demonstrações financeiras auditadas referentes apenas ao último exercício social, em contraposição à exigência de apresentação das demonstrações financeiras referentes aos 3 (três) últimos exercícios sociais; (iii) a possibilidade de divulgação do formulário de informações semestrais

- ISEM, em detrimento do formulário de informações trimestrais – ITR, desde que transcorridos mais de 60 (sessenta) dias do encerramento do trimestre ou semestre.

O Formulário de Referência é um documento eletrônico de divulgação obrigatória pelas companhias abertas, que tem como principal objetivo informar os investidores sobre aspectos que podem embasar suas decisões de investimento em valores mobiliários emitidos por elas. Trata-se de um verdadeiro "Raio-X" dos principais aspectos de uma companhia, perpassando pela estrutura societária, transações com partes relacionadas, processos relevantes, fatores de risco relacionados à atividade da companhia, dentre outros aspectos.

O Formulário FÁCIL, por sua vez, que, de acordo com a CVM[424], foi moldado a partir da combinação do atual Formulário de Referência com o documento de informações essenciais sobre a oferta, aplicável ao *crowdfunding* de investimentos – vide Anexo E da Resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022 -, possui dois grandes aspectos de simplificação em relação ao Formulário de Referência: (i) a redução do conteúdo e do nível de detalhamento exigido; e (ii) necessidade de atualização em decorrência de apenas 3 (três) hipóteses ao longo do exercício[425] - sem considerar eventual atualização em caso de divulgação do Formulário FÁCIL em substituição ao prospecto e à lâmina, no âmbito de ofertas públicas de valores mobiliários realizadas nos termos da Subseção I da Seção II, da Resolução CVM 232 -, em contraste com as mais de 10 (dez) hipóteses de atualização do Formulário de Referência ao longo do exercício social.

---

424 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Consulta Pública SDM nº 01/24*. Rio de Janeiro: CVM, 2024, p. 14. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2024/sdm0124.html. Acesso em: 2 ago. 2026.

425 Nos termos do art. 22, §6º, da Resolução CVM 232, "*Art. 22. (...) § 6º O formulário FÁCIL deve ser atualizado em até 14 (catorze) dias úteis da ocorrência de qualquer dos seguintes fatos: I – alteração de administrador; II – variações nas posições de acionistas que os levem a ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de uma mesma espécie ou classe de ações, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração; e III – alteração do capital social.*" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº 232, de 3 de julho de 2025*. Rio de Janeiro: CVM, 2025. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol232.html. Acesso em: 2 ago. 2026).

Além disso, a necessidade de apresentação apenas das demonstrações financeiras auditadas referentes ao último exercício social e a possibilidade de divulgação do formulário de informações semestrais - ISEM representam substancial redução dos custos relacionados à contratação de auditores independentes, visto que tais custos representam parcela significativa dos custos de *compliance* das companhias abertas e tendem a variar de acordo com fatores como porte, complexidade operacional e estrutura de governança do emissor. Diante do exposto, tais flexibilizações refletem a posição da Autarquia em simplificar o procedimento de registro e a futura rotina do emissor, de forma a mitigar custos recorrentes de observância regulatória sem eliminar os mecanismos essenciais de transparência e proteção dos investidores.

Nos termos do Ofício Circular 118/2025-PRE, de 18 de dezembro de 2025 ("Ofício Circular 118")[426], em vigor desde 2 de janeiro de 2026, a taxa de listagem para CMPs é de R$ 23.171,95 (vinte e três mil, cento e setenta e um reais e noventa e cinco centavos). Ademais, vale lembrar que, uma vez listada na B3, a companhia também estará sujeita a uma anuidade que é calculada através da fórmula abaixo, nos termos do Ofício Circular 118 – observado que as CMPs possuem um desconto de 75% (setenta e cinco por cento), 50% (cinquenta por cento) e 25% (vinte e cinco por cento) nos primeiros 12 meses, do 13º mês ao 24º mês e do 25º mês ao 36º mês, respectivamente:

Anuidade = R$60.033,59 + [Capital Social x 0,00515%]

Exemplificativamente, considerando uma Companhia de Menor Porte com um patrimônio de até R$ 450.000.000,00 (quatrocentos e cinquenta milhões de reais) e um capital social de R$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), ela estaria sujeita ao pagamento de uma anuidade à B3 no valor de R$ 15.652,14 (quinze mil, seiscentos e cinquenta e dois reais e quatorze centavos) no primeiro ano; R$ 31.304,29 (trinta e um mil, trezentos e quatro reais e vinte e nove

426 A análise econômica dos diferentes regimes deve igualmente levar em consideração os custos indiretos associados à operação, especialmente aqueles relacionados à contratação de assessores legais e outros prestadores de serviços.

centavos) no segundo ano; R$ 46.956,44 (quarenta e seis mil, novecentos e cinquenta e seis reais e quarenta e quatro centavos) no terceiro ano; e, a partir do quarto ano, R$ 62.608,59 (sessenta e dois mil, seiscentos e oito reais e cinquenta e nove centavos). Adicionalmente, a companhia permaneceria sujeita ao pagamento da taxa anual de fiscalização devida à CVM, no valor de R$ 19.283,31 (dezenove mil, duzentos e oitenta e três reais e trinta e um centavos).

Dessa forma, embora o regime de registro por meio da listagem na B3 tenha sido concebido para promover simplificação regulatória e reduzir determinados ônus operacionais e financeiros, seus impactos econômicos podem variar conforme as características de cada emissor. Assim, em determinadas situações, os custos de acesso e manutenção da listagem podem superar aqueles associados ao procedimento tradicional de registro perante a CVM – ao menos quando considerados exclusivamente os valores de taxas regulatórias incidentes. A escolha entre os diferentes regimes, portanto, demanda uma análise integrada dos benefícios regulatórios, operacionais e econômicos oferecidos por cada alternativa, à luz das características específicas do emissor e de sua estratégia de acesso ao mercado de capitais.

Por fim, a Seção IV, do Capítulo III, da Resolução CVM 232 também trouxe algumas flexibilizações relacionadas ao procedimento de cancelamento do registro de emissor de valores mobiliários de Companhias de Menor Porte, especificamente quando essas estiverem registradas na categoria "A" e possuírem ações de sua emissão em negociação no mercado de valores mobiliários.

O quórum de sucesso, o quórum de aceitação e o quórum necessário para que a adesão a uma prévia oferta pública de aquisição de ações ("OPA") para aquisição de controle seja computado em OPA para cancelamento de registro, nos termos da Resolução CVM nº 215 de 29 de outubro de 2024 ("Resolução CVM 215"), foram reduzidos, respectivamente, de "mais de 2/3 (dois terços)" para "mais de metade" das ações elegíveis, de "menos de 2/3 (dois terços)" para "menos de metade" das ações elegíveis e de "mais de 2/3 (dois terços)" para "mais

da metade" de todas as ações em circulação à época da OPA para aquisição de controle[427].

Ademais, a contratação de instituição financeira responsável pela garantia de liquidação da OPA fica dispensada, caso a entidade administradora preste a garantia de liquidação financeira da OPA, bem como o requisito de experiência comprovada na avaliação de companhias abertas, previsto no art. 17 da Resolução CVM 215, pode ser alternativamente suprido pelo credenciamento do avaliador pela entidade administradora de mercado organizado em que o emissor esteja listado, mediante comprovação de aptidão técnica e prévia experiência na avaliação de ativos financeiros.

Tendo em vista as exigências legais para o cancelamento de registro de companhia aberta e a ausência de previsão expressa que permita à CVM dispensá-los ou modulá-los, a Resolução CVM 232 não inovou substancialmente em relação aos procedimentos necessários para o cancelamento de registro de companhia aberta das Companhias de Menor Porte[428].

2.3. AS DISPENSAS DE OBRIGAÇÕES REGULATÓRIAS APLICÁVEIS A COMPANHIAS DE MENOR PORTE

Uma vez obtida a classificação como CMP, a companhia poderá usufruir de uma série de dispensas regulatórias, as quais estão elencadas, em sua maioria, na Seção IV, do Capítulo III, da Resolução CVM 232. Dentre as principais dispensas regulatórias, destaca-se: (i) a desnecessidade de divulgar mensalmente a titularidade e a negociação com ações de sua emissão, nos termos do art. 11 da Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 ("Resolução CVM 44"); (ii) a desnecessidade

427 As disposições originais relativas aos quóruns de sucesso e aceitação, bem como ao quórum necessário para que a adesão a uma OPA para aquisição de controle seja computado em OPA para cancelamento de registro, estão previstas, respectivamente, no art. 33, II, art. 33, §4º, e no art. 34, I, da Resolução CVM 215.

428 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Consulta Pública SDM nº 01/24*. Rio de Janeiro: CVM, 2024, p. 15 e 16. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2024/sdm0124.html. Acesso em: 2 ago. 2026.

de adotar política de divulgação de ato ou fato relevante, nos termos do art. 17 da Resolução CVM 44; (iii) a possibilidade de elaboração e divulgação do Formulário FÁCIL, em detrimento do Formulário de Referência; (iv) possibilidade de divulgação do formulário de informações semestrais - ISEM, em detrimento do formulário de informações trimestrais – ITR; e (v) na hipótese de ser registrada na categoria "A", possuir valores mobiliários admitidos à negociação em mercado de bolsa por entidade administradora de mercado organizado e possuir ações ou certificados de depósito de ações em circulação, a dispensa de colocar e manter as informações periódicas e eventuais, conforme previsto na Resolução CVM 80, em sua página na rede mundial de computadores.

Entretanto, para que o emissor possa usufruir das dispensas aplicáveis a CMPs, esse deverá apresentar um documento que contenha a relação de dispensas regulatórias a qual pretenda usufruir.

A relação de dispensas deverá ser apresentada em até 7 (sete) dias úteis contados da classificação do emissor como CMP e poderá ser modificada uma única vez por exercício social, devendo ser reapresentada em até 7 (sete) dias úteis seguintes à realização da assembleia geral ordinária. Na hipótese de modificação para inclusão de novas dispensas de obrigações, a companhia deverá obter a anuência dos titulares de valores mobiliários em circulação, conforme previsto no art. 11, da Resolução CVM 232.

O documento visa promover maior previsibilidade e *disclosure* acerca da prestação de informações pelo emissor aos investidores, bem como facilitar a supervisão e o acompanhamento das atividades de tais emissores pela Autarquia e pela entidade autorreguladora responsável[429][430].

429 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Consulta Pública SDM nº 01/24*. Rio de Janeiro: CVM, 2024, p. 13. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2024/sdm0124.html. Acesso em: 2 ago. 2026.

430 A ANBIMA, entidade privada de autorregulação dos mercados financeiro e de capitais, edita e supervisiona o cumprimento de códigos de melhores práticas aplicáveis, entre outros temas, às ofertas públicas de valores mobiliários. Embora tais códigos não possuam natureza regulatória estatal, sua observância pelas instituições aderentes desempenha papel relevante na padronização de procedimentos e

2.4. O NOVO REGIME DE OFERTAS PÚBLICAS IMPLEMENTADO PELO FÁCIL

A Resolução CVM 160, que regula as regras e procedimentos aplicáveis a ofertas públicas de valores mobiliários em geral[431], define oferta pública de distribuição de valores mobiliários como o ato de comunicação oriundo do ofertante, do emissor, quando esse 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[432].

---

no fortalecimento da confiança dos investidores, complementando a disciplina estabelecida pela CVM. Ademais, a própria entidade autorreguladora informou, em março de 2026, que as ofertas estruturadas diretamente sob o novo regime não estavam sujeitas à sua autorregulação, encontrando-se em discussão a eventual criação de regras específicas para tais operações (https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/autorregulacao-tera-regras-especificas-para-ofertas-publicas-do-regime-facil.htm).

431 Nos termos do art. 1º, Parágrafo Único, da Resolução CVM 160, excetuadas as hipóteses previstas no art. 8º do normativo, bem como ofertas de valores mobiliários eventualmente regulamentadas por normas específicas diversas, toda e qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários e de títulos e instrumentos financeiros cuja regulamentação da distribuição pública seja atribuída por lei à CVM deve observar o disposto na Resolução CVM 160.

432 Como exemplos que caracterizam ofertas públicas, cita-se: (i) a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos, anúncios ou material publicitário destinados ao público; (ii) 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 de distribuição; (iii) a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a potenciais subscritores ou adquirentes indeterminados, ressalvada a hipótese de consulta de viabilidade realizada da forma expressamente prevista na Resolução CVM nº 160/22; (iv) a negociação feita em loja, escritório, estabelecimento aberto ao público, página na rede mundial de computadores, rede social ou aplicativo ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; e (v) a prática de quaisquer atos descritos nos itens (ii) a (iv) acima,

Ademais, nos termos dos artigos 4º e 5º da Resolução CVM 160, todas as ofertas públicas de valores mobiliários, abrangidas pela Resolução CVM 160 e cujos destinatários sejam investidores residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, devem (i) ser submetidas previamente a registro ou objeto de dispensa junto à CVM - mediante pedido de dispensa previamente formulado à Autarquia -, nos termos da Resolução CVM 160; e (ii) contar com a coordenação de ao menos uma entidade registrada para atuar como coordenador de ofertas de valores mobiliários, nos termos da Resolução CVM nº 161, de 13 de julho de 2022 ("Resolução CVM 161")[433].

Para além das ofertas públicas realizadas em observância integral à Resolução CVM 160, com a edição da Resolução CVM 232, as Companhias de Menor Porte e as CMPs passaram a contar com novas modalidades para realização de ofertas públicas de valores mobiliários. Observado o limite total de R$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) a cada 12 (doze) meses, considerando o somatório do valor total das operações realizadas nesse período – incluindo lote adicional e lote suplementar -, Companhias de Menor Porte e CMPs, conforme o caso, poderão realizar ofertas públicas de valores mobiliários: (i) contendo dispensas específicas da Resolução CVM 160 e da Resolução CVM 161; e (ii) mediante a realização de oferta pública direta, diretamente em sistema administrado por entidade administradora de mercado, sem a participação de instituição intermediária para atuar como coordenador de ofertas públicas e com dispensa de registro da oferta perante a CVM.

---

ainda que os destinatários da comunicação sejam individualmente identificados, quando resultante de comunicação padronizada e massificada (VASCONCELLOS, André; NOGUEIRA, Carlos; ALMEIDA, Carolina; REY, Fernanda; RIBEIRO, Fernando; ANTUNES, Henrique Ferreira (coord.). *Brasil S/A: guia de acesso ao mercado de capitais para companhias brasileiras*. 3. ed. São Paulo: DFIN, 2024. p. 308 e 309).

433 O coordenador de ofertas públicas é uma instituição autorizada pela CVM a exercer a atividade de coordenação de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, assumindo responsabilidades relacionadas à estruturação, condução e conformidade regulatória da oferta, bem como à observância dos deveres de diligência e de prestação adequada de informações ao mercado e aos investidores.

Nos subcapítulos seguintes, serão examinadas, em maior profundidade, as características, os requisitos, as dispensas regulatórias e as limitações aplicáveis a cada uma dessas modalidades de oferta pública instituídas no âmbito do Regime FÁCIL.

2.4.1. OFERTAS PÚBLICAS COM DISPENSAS ESPECÍFICAS DA RESOLUÇÃO CVM 160 E DA RESOLUÇÃO CVM 161

Em ofertas públicas contendo dispensas específicas da Resolução CVM 160 e da Resolução CVM 161 destinadas ao público em geral – dentre as quais não estão incluídos valores mobiliários representativos de operações de securitização -, as CMPs poderão substituir o prospecto e a lâmina pela divulgação do Formulário FÁCIL, que deverá conter as informações constantes do Anexo B à Resolução CVM 232, em específico, a Seção 6, que se refere às principais informações sobre a oferta.

Nesse sentido, vale ressaltar que, em comparação com o prospecto, o Formulário FÁCIL representa uma redução substancial da granularidade informacional exigida no âmbito de uma oferta, por concentrar, além das informações principais do emissor, as informações essenciais da oferta, de modo sintético, incluindo valor, destinação de recursos, características dos valores mobiliários, público-alvo, condições, instruções de participação, cronograma, conflitos de interesse, tributação, formador de mercado, fundo de liquidez/estabilização e identificação dos responsáveis.

O prospecto, embora trate de temas similares, apresenta maior densidade informacional e grau de detalhamento, sobretudo quanto à descrição da mecânica da oferta, formação de preço ou taxa, procedimentos de aceitação, revogação, restrições a direitos dos investidores, documentos incorporados por referência, bem como identificação de pessoas envolvidas, entre outros. Assim, especialmente para as CMPs que já tiverem optado pela divulgação do Formulário FÁCIL em substituição ao Formulário de Referência, a adoção desse documento no contexto de uma oferta pública pode

representar importante mecanismo de economia regulatória, o que, em última instância, traduz-se em redução dos custos operacionais e financeiros relacionados ao acesso ao mercado de capitais.

No caso das ofertas públicas de valores mobiliários representativos de dívida não conversíveis ou permutáveis em ações [434] - excetuados os valores mobiliários representativos de operações de securitização –, destinados exclusivamente a investidores profissionais e emitidas por companhias enquadradas como Companhia de Menor Porte, independentemente da obtenção de registro de emissor perante a CVM, as dispensas regulatórias mostram-se igualmente relevantes.

Nesses casos, os emissores podem: (i) realizar a oferta sem a contratação de instituição intermediária para atuar como coordenador; (ii) apresentar apenas as demonstrações financeiras auditadas relativas ao último exercício social, em substituição às demonstrações financeiras dos três exercícios sociais anteriores exigidas pelo art. 89, III, da Resolução CVM nº 160; e (iii) deixar de divulgar, em sua página na internet, os documentos previstos nos incisos III, IV, VI, VIII e IX do art. 89 da Resolução CVM 160[435], dentre os quais se incluem

434 "Oferta de dívida" significa a oferta pública de distribuição de valores mobiliários representativos de dívida, por meio da qual o emissor capta recursos junto a investidores, assumindo a obrigação de restituir o capital investido acrescido da remuneração pactuada. Enquadram-se nessa categoria, entre outros instrumentos, as debêntures, notas comerciais, certificados de recebíveis e demais títulos que conferem aos investidores direitos creditórios contra o emissor ou patrimônio separado vinculado à operação.

435 Nos termos do art. 89 da Resolução CVM 160, "*Sem prejuízo do disposto em regulamentação específica, são obrigações do emissor dos valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários, nos termos do art. 86, incisos IV, V e VI alínea "b" desta Resolução: (...) III – divulgar, até o dia anterior ao início das negociações, as demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e do relatório dos auditores independentes, relativas aos 3 (três) últimos exercícios sociais encerrados, exceto quando o emissor não as possua por não ter iniciado suas atividades previamente ao referido período; IV – divulgar as demonstrações financeiras subsequentes, acompanhadas de notas explicativas e relatório dos auditores independentes dentro de 3 (três) meses contados do encerramento do exercício social; (...) VI – divulgar a ocorrência de fato relevante conforme definido na regulamentação específica da CVM; (...) VIII – divulgar os atos societários de emissão de debêntures que venham a ser ofertadas publicamente; e IX – divulgar a escritura de emissão de debêntures que venham a ser ofertadas publicamente e seus eventuais aditamentos.*" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022*. Rio de Janeiro: CVM, 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html. Acesso em: 2 ago. 2026.).

demonstrações financeiras auditadas, o instrumento constitutivo do valor mobiliário ofertado – como a escritura de emissão de debêntures ou o termo de emissão de notas comerciais – e o ato societário que aprovou a emissão.

Como contrapartida às flexibilizações regulatórias acima descritas, a regulamentação atribuiu ao emissor determinadas responsabilidades que, originalmente, competem ao coordenador líder, nos termos da Resolução CVM 160 – como, por exemplo, a responsabilidade quanto à veracidade, suficiência, consistência e atualização das informações da oferta e dos documentos apresentados. Ademais, vedou-se a colocação dos valores mobiliários junto a pessoas vinculadas[436] e a utilização de lote suplementar[437].

Ainda assim, os benefícios econômicos do regime são expressivos. A dispensa da contratação de coordenador pode representar significativa redução do custo de captação, uma vez que a remuneração desses participantes costuma ser calculada com base em percentual incidente sobre o valor total da emissão, alcançando, em determinadas operações, montantes expressivos. Não obstante, é importante reconhecer que o coordenador desempenha papel relevante na distribuição dos valores mobiliários, valendo-se de sua estrutura comercial e de sua rede de relacionamento com investidores para fomentar a colocação da oferta.

Consideração semelhante se aplica à possibilidade de apresentação de demonstrações financeiras auditadas referentes

436 A Resolução CVM 160 define, em seu art. 1º, XVI, como *"controladores, diretos ou indiretos, ou administradores dos participantes do consórcio de distribuição, do emissor, do ofertante, bem como seus cônjuges ou companheiros, seus ascendentes, descendentes e colaterais até o 2º grau, sociedades por eles controladas direta ou indiretamente e, quando atuando na emissão ou distribuição, as demais pessoas consideradas vinculadas na regulamentação da CVM que dispõe sobre normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados*".

437 Nos termos do art. 51 da Resolução CVM 160, o lote suplementar é a opção conferida aos coordenadores da oferta para distribuir quantidade adicional de valores mobiliários, limitada a 15% do volume inicialmente ofertado, exclusivamente para viabilizar operações de estabilização de preços no mercado secundário – especialmente em ofertas de *equity*. Trata-se de mecanismo destinado a mitigar oscilações excessivas de preço após a conclusão da oferta, contribuindo para uma formação de preços mais ordenada e para a redução da volatilidade dos valores mobiliários ofertados.

apenas ao exercício social mais recente; trata-se de medida que reduz substancialmente os custos associados à contratação de auditores independentes e, consequentemente, contribui para tornar o acesso ao mercado de capitais mais economicamente viável para Companhias de Menor Porte.

2.4.2. OFERTAS DIRETAS

Uma das maiores inovações trazidas pela Resolução CVM 232 em relação a ofertas públicas de valores mobiliários, indubitavelmente, foi a introdução das chamadas "Ofertas Diretas". A partir da nova modalidade, as CMPs poderão realizar ofertas públicas de ações e valores mobiliários representativos de dívida a qualquer público investidor, sem a participação de entidade intermediária contratada para atuar como coordenador, por meio de procedimento realizado diretamente em sistema administrado por entidade administradora de mercado organizado e, também, dispensado o registro da oferta perante a CVM.

Diferentemente das ofertas públicas realizadas com dispensas específicas da Resolução CVM 160 e da Resolução CVM 161, a "oferta direta" ("Oferta Direta") segue o racional oposto: nos termos do art. 35, §3º, da Resolução CVM 232, não se aplica à Oferta Direta a regulamentação específica sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, exceto quando expressamente indicado de forma diversa pela Resolução CVM 232.

A negociação do valor mobiliário ofertado deve ocorrer no âmbito de um procedimento especial que, como regra geral, permita a alocação de valores mobiliários entre investidores exclusivamente em função de parâmetros objetivos das ofertas de compra por eles transmitidas, como preço e quantidade – de modo similar ao processo de *bookbuilding* em ofertas públicas de distribuição de ações realizadas nos termos da Resolução CVM 160 – observada a necessidade de análise prévia da entidade, para autorizar o início da Oferta; vale ressaltar que é vedada a participação de pessoas vinculadas ao ofertante, como

investidores. As entidades administradoras, por sua vez, deverão estabelecer regras complementares ao procedimento especial, que, essencialmente, deve seguir os requisitos previstos no art. 40 da Resolução CVM 232.

A B3 – única entidade administradora apta a operacionalizar Ofertas Diretas atualmente - atualizou três normativos internos para contemplar as disposições aplicáveis à Oferta Direta: o "Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3", o "Manual de Procedimentos Operacionais da Câmara B3" e o "Manual de Normas do Módulo de Distribuição de Ativos da B3"[438].

Assim, conforme disposto no item 6.2.2.4.1 do Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3, o pedido de autorização para realização de Oferta Direta deve ser acompanhado de minuta do Formulário FÁCIL, o qual deverá conter algumas informações adicionais em relação àquelas descritas no Anexo B da Resolução CVM 232, dentre as quais, a título de exemplo, as regras de registro, modificação, cancelamento e tipos de ofertas, data de início da oferta. Após o envio do Formulário FÁCIL, a B3 analisará as informações dentro do prazo mínimo de 12 (doze) dias úteis, contados da data do protocolo; em caso de formulação de exigências, o ofertante deverá atendê-las, em prazo a ser fixado pela B3 e, a partir do novo protocolo, a B3 analisará o cumprimento das exigências em até 8 (oito) dias úteis.

Ademais, em contraste com as ofertas públicas submetidas, integral ou parcialmente, ao rito estabelecido pela Resolução CVM 160, a Oferta Direta apresenta substancial redução da documentação

438 Os normativos da B3 que disciplinam os aspectos operacionais da Oferta Direta podem ser consultados em: B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. *Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3*. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/0D/83/A3/5C/C7D1F910ADC36BE9AC094EA8/MPO%20de%20Negociacao%20da%20B3.pdf. Acesso em: 2 ago. 2026; B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. *Manual de Procedimentos Operacionais da Câmara B3*. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/74/C2/34/DE/F2FEE910ADC36BE9AC094EA8/MPO%20da%20Camara%20B3.pdf. Acesso em: 2 ago. 2026; e B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. *Manual de Normas do Módulo de Distribuição de Ativos (MDA*). Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/A5/66/A0/34/B4FEE910ADC36BE9AC094EA8/Manual%20de%20Normas%20do%20MDA%20-%2022062026%20-%20Sem%20marca.pdf. Acesso em: 2 ago. 2026.

acessória exigida. Em Ofertas Diretas, o Formulário FÁCIL constitui, em essência, o único documento informacional exigido para a realização da oferta, concentrando as informações necessárias à tomada de decisão pelos investidores. Documentos tradicionalmente presentes nas ofertas conduzidas sob a Resolução CVM 160, como o anúncio de início e o anúncio de encerramento - usualmente elaborados pelos assessores legais e demais participantes da oferta -, foram substituídos por comunicações padronizadas previstas no Anexo C da Resolução CVM 232. Tais comunicações devem ser encaminhadas pela entidade administradora à CVM quando do início e do encerramento da oferta.

De acordo com a Autarquia, a nova modalidade busca trazer um regime simplificado e dinamizado para aquisição de valores mobiliários – tanto do ponto de vista do ofertante, quanto do ponto de vista do investidor -, conectando diretamente ofertantes e investidores, como contrapartes de ofertas de compra e venda dos valores mobiliários, de modo similar ao que ocorre em aquisições de valores mobiliários negociados no mercado secundário[439].

Em contato realizado por e-mail com a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado para Emissores da B3 em 31 de julho de 2026, foi informado que, até aquela data, nenhuma Oferta Direta havia sido realizada. Embora ainda seja prematuro extrair conclusões definitivas acerca da efetividade e grau de adesão das Ofertas Diretas pelo mercado, fatores como o reduzido conhecimento dos participantes sobre a nova modalidade, a preferência pelo rito "tradicional" de ofertas públicas - regido pela Resolução CVM 160 - e a própria conjuntura econômica do Brasil podem constituir elementos que tenham influenciado a sua não utilização em um período inicial.

Por outro lado, à medida que o mercado se familiarize com a nova modalidade e eventuais benefícios em termos de custo e celeridade se tornem mais evidentes, é possível que a Oferta Direta passe a representar uma alternativa relevante para determinadas

439 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Consulta Pública SDM nº 01/24*. Rio de Janeiro: CVM, 2024, p. 25. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2024/sdm0124.html. Acesso em: 2 ago. 2026.

captações realizadas no mercado de capitais, especialmente aquelas direcionadas a investidores previamente identificados ou vinculadas a estruturas de menor complexidade.

3. CONCLUSÃO

Historicamente, as sociedades anônimas se consolidaram como instrumentos jurídicos vocacionados à organização de empreendimentos de grande porte, marcados por estruturas societárias, operacionais e de governança mais complexas e, consequentemente, mais onerosas. Isso contribuiu para que, por muitos anos, o tipo societário fosse percebido como menos adequado com a realidade de sociedades menos complexas, as quais, comumente, encontram na sociedade limitada uma alternativa mais simples e menos custosa.

Nos últimos anos, contudo, observa-se uma mudança nesse paradigma. As alterações legislativas e regulatórias examinadas ao longo deste artigo revelam um movimento de adaptação do arcabouço legal e infralegal às dimensões empresariais de companhias com estrutura operacional e financeira menos complexa, mediante a introdução de mecanismos de simplificação, proporcionalidade regulatória e redução de custos de observância.

Nesse contexto, o Regime FÁCIL, instituído pelas Resoluções CVM 231 e 232, representa passo relevante na concretização desse movimento: ao estabelecer flexibilizações infralegais amparadas em prerrogativa legal prevista na Lei das S.A., a CVM buscou conferir tratamento mais adequado às capacidades financeira, operacional e informacional das Companhias de Menor Porte, sem afastar os pilares essenciais de transparência, proteção dos investidores e integridade do mercado.

Nesse sentido, instrumentos regulatórios como o Regime FÁCIL, não apenas podem reduzir substancialmente o ônus regulatório imposto a uma Companhia de Menor Porte, como também podem fomentar novas alternativas para captação de recursos e contribuir para a ampliação do acesso ao mercado de capitais brasileiro.

O REGIME DE DIVULGAÇÃO DE FATO RELEVANTE NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Wagner Eustáquio Duarte Júnior[440]
Fernanda Marques Ribeiro[441]

1. INTRODUÇÃO

O dever de informar de uma sociedade e sua administração advém do princípio da transparência, ou *full disclosure,* se materializando, no contexto do direito societário, na obrigação de divulgação de fatos relevantes. O regime de divulgação de fatos relevantes é, portanto, mecanismo central para a redução de assimetrias informacionais entre companhia e mercado, promovendo proteção aos investidores, para que tomem decisões de investimento embasadas[442].

O dever de divulgação de informações relevantes, sob a ótica do direito comparado, tem raízes no modelo norte-americano, especialmente após o Securities Exchange Act de 1934 e a atuação normativa e fiscalizatória da Securities and Exchange Commission (SEC), que consolidaram o paradigma do *full disclosure* e a vedação ao uso de informação privilegiada (Rule 10b-5), posteriormente influenciando experiências estrangeiras, inclusive a brasileira,

440 Sócio do escritório Machado Meyer Advogados, atuando nas áreas de Direito Societário, Mercado de Capitais e Fusões e Aquisições, com foco em operações de captação de recursos e estruturação de emissões de valores mobiliários, incluindo operações de dívida e de *equity* (*IPOs* e *follow-ons*), bem como na consultoria societária e regulatória para companhias abertas e fechadas e operações de fusões e aquisições. É bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) e pós-graduado em Direito Tributário pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais.

441 Advogada do escritório Machado Meyer Advogados, atuando nas áreas de Direito Societário e Mercado de Capitais, com foco em operações de captação de recursos e estruturação de emissões de valores mobiliários, incluindo operações de dívida e de *equity* (*IPOs* e *follow-ons*), bem como na consultoria societária e regulatória para companhias abertas e fechadas. É bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais.

442 EIZIRIK, NELSON. *A Lei das S/A Comentada – Volume III – Arts. 138 a 205* – 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 196-197.

hoje estruturada na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 ("Lei das Sociedades por Ações") e na Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 ("Resolução CVM 44").

No direito brasileiro, o dever de divulgação de fato relevante é endereçado, primariamente, pelo artigo 157, §4º da Lei das Sociedades por Ações, o qual impõe à administração das companhias abertas a obrigação de comunicar ao mercado deliberações da companhia ou fato relevante que possa influir na decisão de seus investidores em vender ou comprar valores mobiliários de sua emissão.

A redação dada pela Lei das Sociedades por Ações é abrangente, não conceituando, de forma categórica, os atos ou informações que constituem um fato relevante. Essa opção regulatória pela flexibilidade conceitual representa o caráter subjetivo que a definição de fato ou ato relevante assume na jurisdição brasileira, além de refletir uma tendência da Lei das Sociedades por Ações, em deslocar o aprofundamento de temas pertinentes às companhias abertas e ao mercado de capitais para a alçada da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").

É nesse contexto que se insere a Resolução CVM 44, a qual dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante e a negociação de valores mobiliários na pendência de divulgação de ato ou fato relevante, disciplinando o parâmetro temporal de divulgação imediata e o papel do diretor de relações com investidores na gestão do tratamento de informações de uma companhia. A Resolução, contudo, mantém caráter exemplificativo e não exaustivo, reforçando a subjetividade do conceito de informação relevante no ordenamento jurídico brasileiro, baseado na impossibilidade de se antecipar, taxativamente, todas as hipóteses de ações ou situações potencialmente relevantes.

Nesse cenário, a atuação da CVM enquanto órgão fiscalizador revela-se determinante para a conformidade do regime de divulgação de fatos relevantes. Por meio de decisões administrativas, a autarquia tem determinado critérios interpretativos para avaliação

da materialidade da informação e delimitação do dever de sigilo, conferindo concretude a conceitos legalmente amplos.

Dessa forma, sustenta-se que o instituto do fato relevante no ordenamento jurídico brasileiro não se esgota no texto legal ou regulatório, mas resulta de uma construção normativa e interpretativa, somada à constante evolução dos julgados da CVM.

2. CONTEXTO NORMATIVO

2.1. DEFINIÇÃO DE FATO OU ATO RELEVANTE

O regime de divulgação de informações no mercado de capitais brasileiro está ancorado no princípio do *full disclosure*, segundo o qual as companhias emissoras de valores mobiliários são obrigadas a dar total publicidade de atos e fatos que possam influir de modo ponderável na cotação de seus valores mobiliários ou na decisão dos investidores de negociar com eles. Essa obrigação consiste no fornecimento de todas as informações relevantes e disponíveis pela companhia, de modo a propiciar uma tomada de decisão bem informada pelo investidor, contribuindo para promover a integridade e a eficiência do mercado de capitais.[443]

O §4º do artigo 157 da Lei das Sociedades por Ações, prevê a obrigatoriedade da divulgação pelos administradores de uma companhia aberta, à bolsa de valores e à imprensa, sobre qualquer deliberação da assembleia geral ou de seus órgãos de administração, ou fato relevante, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de mercado em vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.[444]

Dessa forma, apesar de a norma sinalizar que o público-alvo que se busca proteger de uma assimetria de informações é o de investidores

443 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517, voto do Diretor Henrique Machado, j. 27 maio 2019.

444 Art. 157, §4º da Lei das Sociedades por Ações.

do mercado de capitais, não há uma definição fática e clara de eventos que constituiriam um fato considerado relevante.

A Resolução CVM 44, por sua vez, se aprofunda na definição, determinando que será considerada relevante, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de assembleia geral ou de órgãos de administração ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: *(i)* na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; *(ii)* na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou *(iii)* na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.[445]

A Resolução CVM 44 ainda traz um rol exemplificativo de atos ou fatos potencialmente relevantes:

> "I – assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
> II – mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
> III – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
> IV – ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
> V – autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;

445 Art. 2º, caput da Resolução CVM 44.

VI – decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
VII – incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
VIII – transformação ou dissolução da companhia;
IX – mudança na composição do patrimônio da companhia;
X – mudança de critérios contábeis;
XI – renegociação de dívidas;
XII – aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
XIII – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
XIV – desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
XV – aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos;
XVI – lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
XVII – celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
XVIII – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
XIX – início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
XX – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
XXI – modificação de projeções divulgadas pela companhia; e
XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral

> que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia."[446]

Apesar de exemplificativo, o rol definido pela Resolução CVM 44, facilita a identificação do que ensejaria possível ato ou fato relevante[447]. A lista, contudo, não elimina o caráter subjetivo da definição legal de ato ou fato relevante.

Nota-se, portanto, um padrão adotado pelo legislador. Há uma declarada opção legislativa por um conceito aberto, a qual decorre, em grande medida, da impossibilidade prática de se antecipar todas as circunstâncias que podem influenciar as decisões de investimento. A análise de relevância é, por natureza, uma avaliação preventiva: o administrador deve fazer um juízo de valor sobre a probabilidade de que o ato ou fato venha a impactar a decisão de negociar valores mobiliários, sem poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores.[448] Nesses termos, esclareceu o Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no julgamento do Processo Administrativo Sancionador da CVM nº RJ 2006/4776, "*a análise é sobre a potência de impacto e não sobre o real impacto*"[449].

Ou seja, a definição de informação relevante é atrelada ao caso concreto e ao seu potencial impacto ao investidor, passando pelo juízo de valor do próprio administrador. Ainda que algum ato ou fato da companhia não esteja listado no rol exemplificativo da Resolução CVM 44, a administração da Companhia, em especial seu diretor de relações com investidores, deve refletir se tal situação poderia impactar o valor

446 Art. 2º, parágrafo único e incisos da Resolução CVM 44.

447 EIZIRIK, NELSON. *A Lei das S/A Comentada – Volume III – Arts. 138 a 205* – 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 208.

448 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5793. Rel. Diretora Luciana Dias. Julgado em 27 jan. 2015.

449 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2013/5793, Rel. Dir. Luciana Dias, j. 27 jan. 2015, apud Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/4776.

de cotação de seus valores mobiliários. Em caso de dúvida, a decisão deve ser a sua divulgação, pautada no princípio da transparência[450].

2.1.1. É FATO RELEVANTE? A DÚVIDA DA ADMINISTRAÇÃO DAS COMPANHIAS

A necessidade de avaliação imposta à companhia e à sua administração para a definição do que constitui informação de divulgação obrigatória ao mercado frequentemente suscita dúvidas quanto à qualificação de determinado evento como fato relevante, comunicado ao mercado ou aviso aos acionistas. Na prática cotidiana, nem sempre será evidente para a administração a necessidade, ou não, de proceder à divulgação.

Nesse contexto, as companhias e seus profissionais, em especial o diretor de relações com investidores, frequentemente buscam assessoria jurídica especializada, com o objetivo de manter seu regime de divulgação em conformidade com as exigências regulatórias e alinhado às melhores práticas de mercado. A preocupação se justifica diante do rigor do regime sancionador aplicável, que prevê, nos termos do artigo 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 ("Lei de Valores Mobiliários"), penalidades que incluem advertência, multa, suspensão do exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal, inabilitação temporária para o exercício de cargos em companhia aberta, suspensão ou cassação de autorização ou registro para exercício de atividades, e proibição temporária de praticar determinadas atividades ou operações.

Cabe destacar que a Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, promoveu significativa alteração no regime sancionador do mercado de capitais brasileiro, ampliando substancialmente os valores das penalidades aplicáveis pela CVM. Com a atualização, o limite máximo da multa pecuniária foi elevado para R$ 50.000.000,00 (cinquenta

450 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2009, voto da Diretora Luciana Dias, j. 21 jul. 2015.

milhões de reais), podendo ainda atingir o dobro do valor da emissão ou operação irregular, ou até três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada, em casos de infrações graves.

Diante da complexidade inerente a essa avaliação, considerando o conceito aberto adotado pelo legislador, é essencial que a administração da companhia considere, de forma conjunta, os seguintes elementos: *(i)* a visão da própria administração sobre o potencial impacto da informação na decisão de investimento dos acionistas e do mercado, tendo em vista que a norma é centrada na influência ponderável sobre a negociação de valores mobiliários; *(ii)* o rol exemplificativo de atos ou fatos potencialmente relevantes previsto na Resolução CVM 44; *(iii)* a construção interpretativa da CVM em seus julgados administrativos e nos ofícios de orientação da autarquia, em especial o Ofício Circular Anual da Superintendência de Relações com Empresas; *(iv)* a prática de mercado adotada por companhias abertas em situações análogas; e *(v)* os precedentes da própria companhia em matéria de divulgação, uma vez que a qualificação de determinado tipo de informação como relevante pela administração cria um precedente próprio de uniformidade de conduta e de tratamento de suas informações perante o mercado.

Os critérios acima referidos também devem auxiliar a administração na definição do conteúdo do fato relevante a ser divulgado. O Ofício Circular Anual da SEP ("Ofício Circular") orienta que, ao divulgar determinado ato ou fato, a companhia deve fazer constar as informações relevantes disponíveis que permitam a compreensão do negócio pelo público destinatário, observando os requisitos de completude e consistência previstos nos artigos 15 a 18 da Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022 ("Resolução CVM 80"). A título exemplificativo, no caso de aquisição de sociedade ou de participação societária, o Ofício Circular indica como conteúdo mínimo as principais condições do negócio (preço, forma de pagamento, entre outros), informações financeiras e/ou operacionais do negócio adquirido (receita, EBITDA, lucro e demais indicadores financeiros aplicáveis), bem como a indicação de se o termo de acordo

é vinculante, a existência de eventuais etapas precedentes, como *due diligence*, e se tais etapas são confirmatórias ou condicionantes do negócio jurídico.

A observância desses critérios, embora não elimine a subjetividade inerente ao conceito de fato relevante, permite à administração fundamentar adequadamente suas decisões de divulgação, reduzindo a exposição a questionamentos regulatórios e demonstrando a adoção de conduta diligente no tratamento das informações da companhia.

2.1.2. EMISSORAS DE VALORES MOBILIÁRIOS SEM REGISTRO PERANTE A CVM

Embora o regime de divulgação de fatos relevantes seja tradicionalmente associado às companhias abertas, a Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022 ("Resolução CVM 160"), que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, estendeu a obrigatoriedade de observância das regras de divulgação de ato ou fato relevante às sociedades de capital fechado emissoras de valores mobiliários. Nos termos do artigo 89, inciso VI, da referida Resolução, as sociedades fechadas que realizem ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários devem cumprir as disposições relativas à divulgação de fato relevante previstas na regulamentação aplicável às companhias abertas. A extensão do dever de *disclosure* a essas sociedades decorre do reconhecimento de que, uma vez ofertados valores mobiliários ao público investidor, ainda que a emissora não detenha registro de companhia aberta, seus investidores fazem jus ao mesmo nível de transparência e proteção informacional, garantindo tratamento informacional equitativo aos participantes do mercado de capitais.

Dessa forma, a administração dessas sociedades deve observar os mesmos deveres e procedimentos aplicáveis às companhias abertas em matéria de *full disclosure*, sujeitando-se, bem como

a seus administradores, igualmente a penalidades em caso de descumprimento.

2.1.3. OUTRAS FORMAS DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

Informações que não possuam o potencial de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários ou na decisão de investimento podem ser divulgadas por outros meios, sem a necessidade de publicação como fato relevante.

É o caso do Comunicado ao Mercado que se destina a informações não caracterizadas como fato relevante, mas úteis aos acionistas ou ao mercado:

> "Diferentemente do comunicado ao mercado, a divulgação de ato ou fato relevante está submetida a uma formalidade específica: a divulgação imediata à CVM, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão em que a companhia aberta negocia os seus valores mobiliários e divulgação pela imprensa (publicação em jornal de grande circulação utilizado habitualmente pela companhia) ou por portal de notícias presente na internet (que disponibilize, em seção disponível para acesso gratuito, a informação em sua integralidade). O encaminhamento à CVM e à bolsa de valores se dá por meio do arquivamento da informação no Sistema Empresas.NET, na categoria 'Fato Relevante'"[451].

Nessa categoria, incluem-se comunicações de caráter informativo ou operacional que, embora de interesse dos acionistas e do mercado, não atendem aos critérios de materialidade previstos na Resolução CVM 44. Além de destinar-se a informações gerais, não caracterizadas como fato relevante, o comunicado ao mercado

451 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Ofício Circular Anual CVM/SEP nº 2026, 26 fev. 2026, item 4.1.1.

é definido como a categoria correta para apresentação, no sistema da CVM (IPE Online), de informações específicas, tais como o comunicado de aquisição ou de alienação de participações relevantes por acionistas, ou apresentações feitas a investidores ou analistas. No mesmo sentido, a CVM também orienta que determinadas matérias, ou documentos, sejam apresentados na forma de aviso aos acionistas, criando-se a distinção entre as formas de divulgação.

Não obstante a existência dessas outras formas de divulgação, é imperativo que os atos e fatos que se enquadrem no conceito de fato relevante, conforme definido no artigo 2º da Resolução CVM 44 e no §4º do artigo 157 da Lei das Sociedades por Ações, sejam divulgados exclusivamente na categoria "Fato Relevante", observando-se o rito próprio e a regra de divulgação imediata. A utilização inadequada da categoria para informações que se caracterizem como fato relevante poderá ser tratada pela CVM como descumprimento do dever de *disclosure,* ensejando a apuração de responsabilidades e a aplicação das penalidades previstas no artigo 11 da Lei de Valores Mobiliários, conforme abordado no item 2.1.1 acima.

2.2. MOMENTO DA DIVULGAÇÃO

A Lei das Sociedades por Ações determina que as informações relevantes de uma companhia devem ser divulgadas imediatamente, garantindo tratamento equitativo aos seus investidores e ao mercado em geral, para avaliação informada e imediata de riscos de investimento. Segundo o autor Nelson Eizirik, a eficiência na divulgação de informações relevantes é instrumento para a adequada cotação de valores mobiliários no mercado:

> "Um dos objetivos básicos da regulação das companhias abertas e do mercado de capitais é o de fazer com que o mercado apresente eficiência na determinação do valor dos títulos negociados (a sua cotação em Bolsa de Valores ou no mercado de

> balcão). O ideal, do ponto de vista econômico, é que a cotação dos títulos reflita unicamente as informações publicamente disponíveis. Eficiência, nesse sentido, significa a capacidade de reação das cotações às novas informações; assim, quanto mais rápida for a reação, mais eficiente, em princípio, será o mercado. Tal objetivo é implementado mediante uma legislação de *disclosure*, por meio da qual se busca dotar todos os investidores, ao mesmo tempo, das informações necessárias para que possam avaliar os riscos e méritos de cada oportunidade de investimento. Quanto mais rápida for a divulgação de informações, menor será a possibilidade de sua utilização indevida por parte dos *insiders*"[452].

A CVM entende, ainda, como boa prática, a divulgação de fato relevante após o encerramento do pregão em todos os países em que os valores mobiliários sejam negociados, para que os investidores tenham tempo suficiente para analisar os efeitos decorrentes da informação divulgada. Caso seja necessária a divulgação antes da abertura do pregão, a CVM indica que esta deverá ser feita pelo menos com 1 (uma) hora de antecedência, a fim de evitar atrasos no início das negociações[453].

Em caso de impossibilidade da divulgação do fato relevante fora do horário do pregão, o diretor de relações com investidores deverá solicitar simultaneamente às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, nacionais e estrangeiras, conforme aplicável, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, nos termos do §2º do artigo 5º da Resolução CVM 44, observados os procedimentos previstos nos regulamentos editados

452 EIZIRIK, NELSON. *A Lei das S/A Comentada – Volume III – Arts. 138 a 205* – 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 203.

453 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Ofício Circular Anual CVM/SEP nº 2026, 26 fev. 2026.

pelas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado sobre o assunto[454].

Ainda, a Superintendência de Relações com Empresas reforça que, apesar de a legislação societária não impedir que informações relevantes sejam veiculadas e discutidas em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior, deve-se zelar pelo tratamento equitativo dos participantes do mercado, exigindo-se que o fato relevante em questão seja divulgado, prévia ou simultaneamente à reunião, para todo o mercado, de forma a impedir a possibilidade do uso de informação privilegiada[455].

Além disso, há cenários em que a divulgação do fato relevante pode ocorrer mesmo antes da conclusão de todas as etapas, ou de todas as consequências, relacionadas a determinada informação relevante. Por exemplo, podem ser divulgadas informações iniciais sobre algum evento relativo a operações da Companhia, ou informações sobre uma negociação ainda não concluída ou formalizada totalmente. Nesse sentido, esclarece o Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa em seu voto no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928:

> "Para que um fato relevante seja divulgável não é preciso que se conheça todos os seus elementos. Muitas vezes, deve se fazer a divulgação aos poucos, à medida que as informações venham a ser produzidas. Por exemplo, se um dos alto-fornos de uma siderúrgica interrompe a produção por um tempo não determinado e isso possa alterar as decisões de investimento dos investidores, divulga-se a interrupção, mesmo que ainda não se tenha determinado a sua duração ou a perda estimada de produção. Essas outras informações podem ser divulgadas posteriormente, à medida que sejam de conhecimento da administração da companhia.

454 *Idem.*
455 *Idem.*

> Da mesma forma, se existem negociações para a aquisição de um concorrente, pode-se divulgar a existência das negociações e, posteriormente, a sua conclusão. Se, quando da conclusão, o preço ainda não estiver determinado, em uma nova oportunidade divulga-se o preço, se for informação relevante."[456]

Notadamente, reforça-se o papel da administração e do diretor de relações com investidores na análise crítica do potencial impacto das informações relevantes, mesmo que não definitivas[457].

2.3. PAPEL DO DIRETOR DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES

A Resolução CVM 44 atribui ao Diretor de Relações com Investidores o papel de guardião das informações, concentrando, em sua figura, a responsabilidade de avaliar e monitorar as informações relevantes, ou potencialmente relevantes da companhia e zelar pela disseminação tempestiva de fatos relevantes, sendo o principal interlocutor institucional com o mercado e com a CVM. Essa designação legal tem o objetivo de identificar, com maior precisão, o responsável pela conformidade do emissor perante o regime de *disclosure* e, por consequência, pelo tratamento equitativo de investidores.

Para a eficiente atuação do Diretor de Relações com Investidores, especialmente no plano preventivo, torna-se essencial a elaboração de uma política de divulgação de informações e uma política de negociação de valores mobiliários, instrumentos de governança de elaboração obrigatória para companhias abertas nas categorias "A" e "B", nos termos da Resolução CVM 80. As políticas devem

456 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928, voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 17 abr. 2007.

457 LAUDO DE CAMARGO, João. *XI. Cartilha de Fato Relevante – Um Guia para Companhias Abertas*. In: FRAZÃO, Ana; R. MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo; CAMPINHO, Sérgio (orgs.). *Direito Empresarial e suas Interfaces – Homenagem a Fábio Ulhoa Coelho – Vol. III*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 351.

prever procedimentos e diretrizes para: *(i)* qualificação preliminar de eventos como potencialmente relevantes; *(ii)* hierarquia e competência decisória para órgãos competentes; *(iii)* dever de sigilo e confidencialidade; *(iv)* gestão de listas de pessoas com acesso à informação; e *(v)* definição de interlocutores autorizados a dialogar com investidores, analistas e imprensa.

Não obstante a centralização da responsabilidade informacional no Diretor de Relações com Investidores, a Lei das Sociedades por Ações é categórica ao determinar o dever de informar à administração de uma companhia. Dessa forma, cabem às pessoas vinculadas, quais sejam, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária da companhia ("Pessoas Vinculadas"), caso tenham conhecimento pessoal de ato ou fato relevante e constatem a omissão do Diretor de Relações com Investidores no cumprimento do dever de *disclosure*, comunicar imediatamente o ato ou fato relevante à CVM, caso contrário, não se eximirão de responsabilidade, nos termos do artigo 3º, parágrafo 2º da Resolução CVM 44.

A inobservância do dever de informar, tanto pelo Diretor de Relações com Investidores quanto pelas Pessoas Vinculadas, pode ensejar responsabilização em processo administrativo sancionador, com aplicação de penalidades previstas no artigo 11 da Lei de Valores Mobiliários, conforme destacadas no item 2.1.1 acima, considerando-se infração grave, o descumprimento das obrigações previstas na Resolução CVM 44[458].

3. DEVER DE INFORMAR *VS.* O DEVER DE SIGILO

Embora o princípio do *full disclosure* imponha a divulgação imediata de atos ou fatos relevantes, o ordenamento brasileiro contempla, de modo excepcional, hipóteses de sigilo sobre o fato relevante. A

458 Artigo 19 da Resolução CVM 44.

exceção se pauta na preservação do interesse social da companhia, notadamente quando a divulgação precipitada possa frustrar negociações legítimas, comprometer estratégias concorrenciais ou produzir efeitos econômicos adversos desnecessários.

O sigilo, contudo, não é ilimitado. Caso haja vazamento de informações ou oscilações atípicas na cotação, preço ou quantidade negociada de valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados, o sigilo não poderá ser mantido[459]. Sendo assim, caso haja veiculação em mídia, imprensa, ou boatos sobre informação sigilosa, a companhia deverá emitir declaração esclarecendo a natureza da informação.

A CVM tem entendido que, mesmo em informações relativas a transações em estágio inicial de negociação, estudos de viabilidade ou intenção de realizar-se um negócio, em hipótese de oscilação atípica, a companhia deverá divulgar fato relevante imediatamente[460].

Há ainda de se avaliar a extensão de obrigações de confidencialidade frente ao dever de divulgação. Tem-se aqui como exemplo a divulgação de informações relativas a procedimentos arbitrais, em que, ainda que existam obrigações de confidencialidade previstas em regulamentos de câmaras arbitrais, tal confidencialidade não eximirá as companhias abertas de cumprir seu dever de *full disclosure*, caso determinado procedimento arbitral constitua informação relevante[461]. O mesmo se verifica em transações em que são firmados acordos de confidencialidade entre as partes. No evento de um vazamento de informações, o dever de divulgação prevalecerá sobre a obrigação de confidencialidade[462].

459 Artigo 6º da Resolução CVM 44.

460 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2006/5928, Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 17 abr. 2007

461 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador nº RJ2016/7190, Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, j. 9 jul. 2019.

462 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/7916, Rel. Diretora Luciana Dias., j. 18 mar. 2015.

Portanto, para a avaliação da legitimidade do sigilo de uma informação relevante, a verificação da sequência de eventos é essencial. É comum que o colegiado da CVM verifique nesses casos: *(i)* o momento em que a companhia teve ciência do fato; *(ii)* o momento em que o mercado teve notícia da informação; *(iii)* o momento da eventual oscilação dos valores mobiliários; e *(iv)* o momento em que ocorreu a divulgação oficial. Essa reconstrução temporal serve como indício para aferir se o sigilo foi legitimamente mantido ou se se tornou indevido pela perda de controle informacional, conforme se observa em casos analisados pela autarquia em processos sancionadores que também discutiram o parâmetro de materialidade e a tempestividade do *disclosure*, como o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5793[463].

A exceção de sigilo deve ser compreendida como instrumento de gestão de risco regulatório, e não como mecanismo para postergar divulgação por conveniência. O regime brasileiro, ao condicionar o sigilo a interesse legítimo e à preservação efetiva de confidencialidade, aproxima-se de modelos comparados, como o norte americano, em que a postergação de *disclosure* é admitida apenas em hipóteses estritas e com controle. Ainda assim, a experiência brasileira evidencia que o elemento decisivo para a conformidade não é a existência de uma potencial hipótese de sigilo, mas a capacidade institucional da companhia de demonstrar, documentalmente, a racionalidade e a governança da decisão.

3.1. *INSIDER TRADING*

A vedação ao uso de informação privilegiada (*insider trading*) constitui um dos pilares de integridade do mercado de capitais, na medida em que busca impedir que agentes com acesso à informação relevante ainda não divulgada obtenham vantagem indevida em

463 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5793. Rel. Diretora Luciana Dias. Julgado em 27 jan. 2015.

detrimento de investidores desinformados. No sistema brasileiro, essa vedação se conecta diretamente ao dever de divulgação de fatos relevantes: quanto mais tempestivo e qualificado é o *disclosure*, menor é a assimetria informacional; por outro lado, falhas e/ou a demora da divulgação, ampliam o risco de uso indevido de informação.

Para a caracterização do *insider trading*, é indispensável a existência de nexo causal entre o vazamento de fato relevante ainda não divulgado e uma oscilação atípica do valor mobiliário. Essa oscilação só constitui indício da infração quando decorre diretamente da informação privilegiada. A verificação desse nexo exige a análise do histórico de negociações, da volatilidade do papel e de outros fatores de mercado. Havendo elementos que indiquem que a oscilação resultou de fatores externos à companhia, afasta-se a presunção de *insider trading*[464].

Dessa forma, a configuração do *insider trading* pressupõe a presença dos seguintes elementos: *(i)* informação relevante; *(ii)* caráter não público da informação ou ausência de ampla disseminação ao mercado; *(iii)* vínculo do agente com a informação, por dever de sigilo ou acesso privilegiado; e *(iv)* negociação de valores mobiliários, direta ou indireta, com potencial de obtenção de vantagem ou de evitamento de perda[465]. A delimitação desses elementos, no entanto, não é meramente teórica, a CVM vem construindo, ao longo dos anos, critérios probatórios para lidar com a dificuldade de prova direta de conhecimento e de intenção, elementos raramente documentados de forma explícita.

A informação relevante, conforme mencionada acima, não se limita a fatos já consolidados, podendo incluir dados internos, expectativas ou situações em formação que tenham potencial de influenciar decisões de investimento ou preços, sendo a materialidade

464 PARENTE, Norma Jonssen. *Mercado de capitais*. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). *Tratado de direito empresarial*. v. 6. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 177.

465 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p 715-720.

reconhecida mesmo antes da conclusão do evento, desde que haja base objetiva. Já a não publicidade não significa simples circulação restrita, mas exige ausência de divulgação ampla, simultânea e por meios adequados ao mercado, nos termos abordados nos itens 2.1.3 e 2.2 acima; assim, mesmo que conhecida por alguns, a informação permanece não pública se sua divulgação for seletiva ou inadequada, mantendo a assimetria informacional.

Quanto aos sujeitos ativos, o *insider trading* pode ser praticado por *insiders* primários (administradores, controladores, conselheiros fiscais, empregados e prestadores de serviço com acesso regular a informação relevante) e por *insiders* secundários (terceiros que, ainda que não detenham dever funcional típico, recebem a informação e negociam com base nela). A responsabilização de *insiders* secundários, em especial, requer reconstrução mais cuidadosa do elemento subjetivo, pois é necessário demonstrar, ao menos, que o agente tinha ciência do caráter relevante e não público da informação, e que a obteve em circunstâncias que evidenciem sua natureza privilegiada[466].

No plano probatório, os precedentes da CVM demonstram que a autarquia frequentemente se apoia na avaliação de padrões incomuns de negociação, proximidade temporal entre eventos internos e operações, histórico de negociação do agente, relação do agente com fontes de informação e ganhos obtidos em operações. A inferência probatória é particularmente relevante em mercados em que as operações podem ser fragmentadas, realizadas por intermédio de terceiros ou executadas em janelas curtas. Esse método demanda que o colegiado explicite a cadeia de fatos e acontecimentos e demonstre a consistência interna do conjunto probatório, como se depreende da fundamentação recorrente em julgados de *insider trading* e de dever

466 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 714.

de sigilo, em que o contexto informacional é reconstruído a partir de indícios e de cronologias internas.[467] [468]

No tocante às sanções, a Lei de Valores Mobiliários prevê, como mencionado no item 2.1.1 acima, no âmbito administrativo, penalidades que podem incluir advertência, multa, inabilitação temporária para o exercício de cargos de administração ou de fiscalização em companhias abertas, e outras medidas previstas na disciplina sancionadora da CVM. Na esfera penal, nos termos do artigo 27-D da Lei de Valores Mobiliários[469], a tipificação de condutas relacionadas ao uso indevido de informação relevante ainda não divulgada confere ao *insider trading* uma dimensão de tutela reforçada, embora, na prática brasileira, a via administrativa permaneça como principal instrumento de *enforcement*, com maior especialização técnica.

4. CONCLUSÃO

O presente estudo buscou demonstrar que o instituto do fato relevante no ordenamento jurídico brasileiro constitui um mecanismo normativo de natureza essencialmente dinâmica, cuja conformação

467 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928, voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 17 abr. 2007.

468 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6517, voto do Diretor Henrique Machado, j. 27 maio 2019.

469 A Lei de Valores Mobiliários tipifica penalmente a conduta de *insider trading* no artigo 27-D, nos seguintes termos: "*Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.*
§ 1o Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.
§ 2o A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo."

não se esgota na literalidade dos dispositivos legais e regulamentares, mas resulta de uma construção interpretativa contínua, moldada pela atuação da CVM em seus julgados administrativos e pela prática de mercado das companhias abertas.

Conforme analisado, a opção legislativa por um conceito aberto de fato relevante, tanto no artigo 157, §4º, da Lei das Sociedades por Ações, quanto na Resolução CVM 44, reflete a impossibilidade prática de se antecipar, de forma taxativa, todas as circunstâncias que possam influir de modo ponderável na decisão dos investidores de negociar valores mobiliários. A adoção de um rol meramente exemplificativo de atos e fatos potencialmente relevantes, embora ofereça balizas orientativas à administração, não elimina a subjetividade inerente ao juízo de materialidade da informação, o qual permanece centrado na avaliação preventiva a cargo do administrador.

Essa fluidez conceitual impõe à administração das companhias abertas e, de modo particular, ao diretor de relações com investidores, um ônus permanente de diligência na identificação, avaliação e divulgação tempestiva de informações relevantes. Como se demonstrou, a conformidade do regime de *disclosure* exige a consideração conjunta de múltiplos elementos: a visão da administração sobre o potencial impacto da informação, o rol exemplificativo da Resolução CVM 44, os precedentes administrativos da autarquia, a prática adotada por companhias abertas em situações análogas e os precedentes da própria companhia em matéria de divulgação. A observância sistemática desses critérios, associada à elaboração de políticas internas robustas de divulgação de informações e negociação de valores mobiliários, constitui instrumento essencial para a mitigação do risco regulatório e para a demonstração de conduta diligente.

Verificou-se, ainda, que a tensão entre o dever de informar e o dever de sigilo demanda tratamento cauteloso pela administração. A exceção de sigilo, embora prevista no ordenamento como instrumento legítimo de preservação do interesse social, não pode ser compreendida como mecanismo de conveniência para postergar a divulgação. O regime brasileiro condiciona a manutenção do sigilo

à preservação efetiva da confidencialidade e ao interesse legítimo da companhia, exigindo que, diante de vazamentos ou oscilações atípicas, a divulgação seja realizada de forma imediata. Nesse contexto, a capacidade institucional da companhia de demonstrar, documentalmente, a racionalidade e a governança de suas decisões de sigilo constitui fator determinante para a aferição da conformidade regulatória.

Por fim, evidenciou-se que a vedação ao *insider trading* opera como desdobramento indissociável do regime de *full disclosure*: quanto mais tempestiva e qualificada a divulgação de informações relevantes, menor a assimetria informacional e, consequentemente, menor o risco de utilização indevida de informação privilegiada. A articulação entre os deveres de divulgação, sigilo e a proibição do uso de informação privilegiada compõe um sistema normativo integrado, cuja efetividade depende não apenas da clareza das normas aplicáveis, mas, sobretudo, da atuação diligente e bem assessorada da administração das companhias abertas.

Conclui-se, portanto, que o instituto do fato relevante, tal como estruturado no direito brasileiro, reflete uma calibração regulatória que privilegia a flexibilidade conceitual em favor da proteção do investidor e da integridade do mercado de capitais. A construção de um regime de divulgação eficiente e em conformidade com as exigências legais e regulamentares passa, necessariamente, pela conjugação de três pilares: *(i)* a adoção de mecanismos internos de governança para a qualificação e gestão de informações relevantes; *(ii)* o acompanhamento contínuo da evolução dos precedentes administrativos da CVM; e *(iii)* a assessoria jurídica especializada, capaz de auxiliar a administração na tomada de decisões informadas e alinhadas às melhores práticas de mercado. Trata-se, em última análise, de reconhecer que a conformidade no regime de *disclosure* não é um estado estático, mas um processo contínuo de adaptação normativa e institucional.

RECOMPRA DE AÇÕES, DEBÊNTURES E OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS PELA PRÓPRIA COMPANHIA ABERTA: EVOLUÇÃO, LIMITES E BOAS PRÁTICAS SOB A ÓTICA DA LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES E DA RESOLUÇÃO CVM 77/2022

Gustavo Rugani[470]

Paulo Estevão Miranda[471]

1. INTRODUÇÃO E ORIGEM

A recompra de valores mobiliários pelo próprio emissor consolidou-se, ao longo das cinco décadas da Lei nº 6.404/1976 ("Lei das Sociedades por Ações"), como ferramenta relevante de alocação e gestão de capital e sinalização da alta administração de uma companhia ao mercado.

Conforme destaca a literatura especializada, a sinalização aos acionistas sobre o valor da companhia é a motivação mais tratada nos estudos sobre recompra de ações, sendo que "a empresa poderia estar indicando que, na sua avaliação, as suas ações estariam subavaliadas"[472].

O regime jurídico brasileiro ancora-se no art. 30 da Lei das Sociedades por Ações e, para as companhias abertas, na regulação da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), atualmente centrada na Resolução CVM nº 77/2022, conforme alterada ("Resolução CVM 77"), que disciplina a negociação de ações e a aquisição de debêntures

470 Sócio da área de mercado de capitais de TozziniFreire Advogados e líder da unidade de Belo Horizonte do escritório, com mais de 21 anos de experiência na área (grugani@tozzinifreire.com.br).

471 Counsel da área de mercado de capitais de TozziniFreire Advogados, com mais de 15 anos de experiência na área (pmiranda@tozzinifreire.com.br).

472 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Análise de Impacto Regulatório: impactos da recompra de ações em bolsa na liquidez de longo prazo.* Brasília: CVM, 2017, pp. 9-10.

de própria emissão (esta última, uma novidade trazida pelo referido diploma).

O primeiro tratamento sistemático das sociedades anônimas no Brasil (Decreto-Lei nº 2.627/1940) tratava com desconfiança a aquisição de ações pela própria companhia emissora: a regra era a vedação, admitindo-se exceções pontuais e condicionadas (por exemplo, em hipóteses associadas a operações societárias específicas). O estatuto também proibia, como regra, a aceitação de ações próprias em caução/penhor (salvo para garantia de gestão de diretores), sinalizando uma evidente preocupação com a integridade do capital social, com foco na proteção a credores. Essa moldura histórica explica a razão pela qual a recompra de ações foi vista, por décadas, como situação anômala a ser rigorosamente controlada.

Conforme Modesto Carvalhosa, a norma era tão rigorosa que previa inclusive responsabilização criminal, com pena de prisão de um a quatro anos, para os diretores ou gerentes que comprassem ou vendessem, por conta da companhia, as ações por ela emitidas. [473]

O art. 15 do Decreto-Lei nº 2.627/1940 estabelecia que "a sociedade anônima não pode negociar com as próprias ações"[474], admitindo-se apenas as operações de "resgate, reembolso, amortização ou compra, previstas em lei"[475].

Essa vedação deriva do princípio da intangibilidade do capital social, com objetivo precípuo de resguardá-lo, em vista do interesse da companhia e de seus credores. Nesse sentido, "toda negociação que não importe ofensa ao capital deve ser admitida"[476].

---

473 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.* Vol. 1. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 397.

474 BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da União, 1 out. 1940. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm. Acesso em: 01 jun. 2026.

475 WALD, Arnoldo. Das participações recíprocas de sociedades comerciais no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro,* São Paulo, v. 49, n. 160, pp. 12-28, dez. 2010, p. 12.

476 STEPHANO, Bruno Gebara. *Contratos de swap de próprias ações.* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 16, n. 62, out./dez. 2013, pp. 5-6; no mesmo sentido, FLAKS, Luís Loria. *Aspectos societários do resgate de ações.* Revista de

Já na Lei nº 4.728/1965, por meio de seu art. 47, passou-se a admitir que as sociedades anônimas de capital autorizado adquirissem as próprias ações, mediante a aplicação de lucros acumulados ou capital excedente, sem redução do capital subscrito, ou, ainda, por doação[477]. O mesmo dispositivo passou a trazer a distinção entre capital em circulação e a prever a restrição de direitos políticos e econômicos das ações adquiridas enquanto mantidas em tesouraria – característica já mais próxima do regime atualmente em vigor.

Contudo, coube à festejada Lei das Sociedades por Ações a quebra desse paradigma até então vigente, passando a permitir que as companhias, em geral, adquirissem ações de própria emissão, desde que com observância a determinados requisitos mínimos que deslocaram o instituto do campo das exceções proibitivas para um regime de autorização condicionada, respeitadas a solvência, a preservação do capital e a isonomia entre acionistas – abrindo espaço, décadas depois, para programas de recompra como ferramenta ordinária de gestão de capital, tão comuns e frequentes nas companhias abertas pátrias. O legislador de 1976 inspirou-se no modelo norte-americano do *Model Business Corporation Act* (§ 6.11), que já franqueava essa espécie de operação desde que realizada com recursos provenientes de saldo de lucros (*earned surplus*), preservando assim a intangibilidade do capital social[478].

A Lei das Sociedades por Ações, editada em dezembro de 1976, manteve a regra geral de vedação à negociação pelas companhias com suas próprias ações, bem como o rol de exceções até então vigente, inovando em relação à Lei nº 4.728/1965 ao prever que a possibilidade de aquisição de ações de sua própria emissão não se restringiria às companhias de capital autorizado[479]. Conforme esclarece Nelson

Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 5, n. 15, pp. 112-148, jan./mar. 2002.

477 CARVALHOSA, Modesto, op. cit., p. 397.

478 CARVALHOSA, Modesto, op. cit., p. 397.

479 CUNHA, Amir Achcar Bocayuva; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Aquisição das próprias ações e participação recíproca.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 49, n. 149/150, pp. 143-150, 2008, p. 144.

Eizirik, a proibição genérica contida no art. 30 da Lei das Sociedades por Ações tem duas finalidades principais: (i) preservar a integridade do capital social, tendo em vista a sua função de garantia dos credores; e (ii) proteger os investidores no mercado de ações contra a eventual manipulação de preços.[480] A Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, que acompanhou a Lei das Sociedades por Ações, já enfatizava que a restrição decorria da necessidade de proteção do capital social como garantia dos credores sociais.

Após a criação da CVM, por meio da edição da Lei nº 6.385/1976, coube à Instrução CVM nº 10/1980 ("Instrução CVM 10") a condição de primeiro ato infralegal a disciplinar a aquisição, manutenção em tesouraria e eventual alienação de ações próprias por companhias abertas, operacionalizando o disposto no art. 30 da Lei das Sociedades por Ações e fixando salvaguardas de mercado e transparência a serem observadas. A Instrução CVM 10 regulamentou o art. 30, § 1º, alínea b, da Lei das Sociedades por Ações, limitando os recursos que podem ser utilizados pelas companhias abertas nas negociações, estabelecendo que elas poderiam ser realizadas "até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social". Mesmo após sucessivas reformas, decisões colegiadas da CVM continuaram a mencionar a disciplina da Instrução CVM 10 ao tratar de programas de recompra e planos de remuneração, evidenciando sua centralidade histórica.

A Instrução CVM 10 representou um marco regulatório importante, aproximando as regras aplicáveis à recompra de ações de um cenário bem mais palpável, com requisitos mais claros. Nos termos da Nota Explicativa CVM nº 16/1980, que acompanhou a edição da Instrução CVM 10, a Comissão explicitou os fundamentos da regulamentação:

> "O tratamento dado pela Lei nº 6.404/76 à hipótese de negociação pelas companhias com ações de sua

480 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada, Arts. 1º a 79*. Vol. 1. 3ª Edição. São Paulo. Quartier Latin, 2021, pp. 254-255.

> própria emissão abrandou o princípio de restrição genérico, permitindo em caráter de exceção, entre outras operações, a aquisição para cancelamento ou manutenção em tesouraria, bem como a posterior alienação desses títulos. A restrição genérica é consequência dos princípios básicos que informam o conceito de capital social e que decorrem da necessidade de se preservar sua intangibilidade, garantindo-se os interesses dos credores e dos próprios acionistas."[481]

No caso das companhias abertas, a restrição tinha ainda "a proteção dos investidores contra a possibilidade de manipulação nos preços das ações". A Instrução estabeleceu, entre outras disposições: (i) a exigência de que o estatuto social atribuísse ao conselho de administração poderes para autorizar a aquisição; (ii) o limite máximo de 10% (dez por cento) de cada classe de ações em circulação para manutenção em tesouraria; (iii) a vedação à aquisição de ações pertencentes ao acionista controlador; (iv) a obrigatoriedade de realização das operações em bolsa; e (v) a exigência de ampla divulgação ao mercado, reconhecendo que "a aquisição por companhia aberta de ações de sua própria emissão constitui um fato relevante".

A Instrução CVM 10/1980 sofreu alterações pontuais ao longo de sua vigência, notadamente pelas Instruções CVM nº 100/1989, 111/1990, 268/1997 e 390/2003 – esta última destinada a disciplinar as operações com opções referenciadas em ações da própria companhia. O arcabouço, no entanto, permaneceu essencialmente o mesmo por mais de três décadas, até a ampla revisão promovida pela CVM em 2015, com a edição da Instrução CVM 567/2015 ("Instrução CVM 567"). Nesse período, o Colegiado da CVM formou importantes precedentes que foram posteriormente incorporados à norma positiva – como a possibilidade de utilização do resultado do exercício social em andamento para lastrear a aquisição de ações, inclusive considerando

481 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *NOTA EXPLICATIVA CVM Nº 16/80*. Brasília: CVM, 1980, p. 1.

os números constantes do formulário de informações trimestrais - ITR (Processos CVM RJ-2008-2535 e RJ-2008-4587).

A edição da Instrução CVM 567 resultou de um amplo processo de consulta pública, inaugurado pelo Edital de Audiência Pública SDM nº 11/2013. Neste processo, a CVM recebeu manifestações de diversas entidades representativas do mercado – entre elas, a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), entre outros operadores com participação ativa no mercado de capitais brasileiro, que contribuíram para o aperfeiçoamento da norma.

O objetivo da CVM com a nova norma era atualizar a regulamentação brasileira em linha com as recomendações do *Report on Stock Repurchase Programs* da OICV/IOSCO, diminuindo restrições desnecessárias à negociação de ações pela companhia e prevendo hipóteses em que a autorização deveria ocorrer por meio da assembleia geral, conferindo maior influência aos acionistas. Nesse sentido, a CVM aproximou-se do entendimento que se consolidava na *Securities and Exchange Commission* nos Estados Unidos, no sentido de avaliar as operações de recompra e determinar se seriam ou não benéficas.

Entre as principais inovações trazidas pela Instrução CVM 567, que substituiu e revogou a antiga Instrução CVM 10, destacam-se: (i) a extensão do regime às operações com derivativos referenciados em ações de própria emissão, reconhecendo que "a celebração de tais contratos frequentemente produz efeitos similares à aquisição de ações pelo investidor"; (ii) a atualização da relação de reservas consideradas indisponíveis, em razão da introdução do padrão IFRS no Brasil; (iii) a incorporação de precedentes do Colegiado que permitiam a utilização de demonstrações contábeis intermediárias e do resultado em formação; (iv) a criação de presunção relativa de regularidade para aquisições realizadas em mercados organizados, observados determinados parâmetros de preço, volume e horário; e (v) a exigência de avaliação, pelos administradores, de que a companhia teria condições financeiras de realizar a operação sem prejuízo de

seus compromissos com credores nem do pagamento de dividendos obrigatórios.

Em 2022, a CVM consolidou e atualizou novamente o regime, editando a Resolução CVM nº 77/2022 ("Resolução CVM 77"), que revogou a Instrução CVM 567 e passou a concentrar, no mesmo ato, as regras sobre negociação de ações de própria emissão mantidas em tesouraria e aquelas – introduzidas por esse regulamento – relativas à aquisição (e alienação) de debêntures de emissão própria por companhias abertas. A Resolução CVM 77 explicitou fundamentos já inscritos no art. 30 da Lei das Sociedades por Ações (como existência de recursos disponíveis, preservação da integridade do capital e suspensão de direitos das ações em tesouraria) e adicionou salvaguardas operacionais de mercado, transparência e governança.

A Resolução CVM 77 representou mais um importante marco evolutivo relativamente à negociação por companhias abertas com valores mobiliários de sua própria emissão, ao disciplinar, pela primeira vez de forma sistemática, a aquisição de debêntures prevista no art. 55, §§ 2º e 3º, da Lei das Sociedades por Ações. Conforme previsto na referida Resolução, a aquisição de debêntures por valor superior ao valor nominal atualizado deve observar procedimento específico, com comunicação prévia ao agente fiduciário e a todos os titulares das debêntures, contendo informações sobre data pretendida, séries abrangidas, quantidade, preço máximo e prazo para manifestação de interesse de alienação (não inferior a 15 dias), dando transparência e assegurando o tratamento equitativo entre os investidores. A norma admite a coleta de intenções de venda e estabelece regras de rateio proporcional quando a quantidade ofertada superar o volume pretendido pela emissora. Assim como em relação às ações, a Resolução CVM 77 determina que as debêntures mantidas em tesouraria não têm direito a voto em assembleias de debenturistas nem a proventos em dinheiro, assegurando-se, contudo, o retorno integral dos direitos econômicos e políticos quando recolocadas no mercado.

2. EVOLUÇÃO NORMATIVA: DO ART. 30 DA LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES À CONSOLIDAÇÃO REGULATÓRIA DA CVM

Como antecipado na seção anterior, coube à Lei das Sociedades por Ações a introdução da autorização à aquisição de ações de própria emissão pelas companhias abertas, para permanência em tesouraria e posterior alienação, cancelamento, ou para atendimento a planos de remuneração baseados em ações. Entretanto, tal permissão veio condicionada à disponibilidade de lucros ou reservas que suportassem a aquisição e à observância de limites e salvaguardas. O dispositivo também consagrou a suspensão de direitos econômicos e políticos das ações em tesouraria e vedou a aquisição que coloque em risco o cumprimento de obrigações assumidas com terceiros. A doutrina majoritária sempre sustentou que tais condições estão diretamente conectadas ao propósito de preservar a garantia dos credores, evitando que a recompra funcione como uma redução de capital disfarçada, sem observância do procedimento formal de redução previsto nos arts. 173 e 174 da Lei das Sociedades por Ações. Essas balizas legais foram paulatinamente detalhadas pela regulação infralegal – desde 1980, com a edição da Instrução CVM 10, passando pela Instrução CVM 567 até a atual Resolução CVM 77 – por meio das quais foram estruturados requisitos de divulgação, limites quantitativos, restrições negociais e regras de governança decisória.

As condições que autorizam a realização desta operação estão "diretamente ligadas com o propósito de manter intangível e inalterado o capital social da companhia, que, na acepção jurídica, constitui a garantia dos credores da companhia"[482].

A Resolução CVM 77 fixa: (i) requisitos para a instituição de programas de recompra; (ii) limites quantitativos, como o teto de 10% das ações da mesma espécie e classe em circulação (*free float*) para manutenção em tesouraria; (iii) salvaguardas de execução em

482 CUNHA, Amir Achcar Bocayuva; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do, op. cit., p. 146.

mercado; e (iv) hipóteses de vedação à recompra, inclusive em períodos associados a informação relevante ainda não divulgada. A norma tem como eixo a proteção à formação justa de preços de mercado, à transparência e à igualdade de condições entre investidores.

A instituição de programa de recompra tipicamente demanda deliberação do conselho de administração, com indicação de finalidade (cancelamento, permanência em tesouraria e posterior alienação, ou planos de remuneração), quantidade-alvo, prazo, recursos financeiros a serem alocados (lucros e/ou reservas disponíveis), condições de negociação e, quando aplicável, a utilização pretendida para ações readquiridas. Com o intuito de garantir a publicidade e o tratamento equitativo aos investidores, a companhia, ao aprovar a sua criação, deve divulgar comunicado ao mercado, contendo, dentre outros elementos: (a) quantidade de ações em circulação e em tesouraria; (b) quantidade máxima sujeita à recompra; (c) prazos e condições; e (d) interações com outros eventos societários (por exemplo, Oferta Pública de Aquisição ("OPA") e outras ofertas públicas em curso). Em casos mais relevantes, como operações realizadas fora de mercado, em quantidades relevantes ou preços díspares em relação às cotações de bolsa, ou ainda com partes relacionadas, passa-se a exigir aprovação assemblear específica. Em outros casos, ainda, como operações envolvendo o controlador ou operações em bolsa a preços superiores à cotação de mercado, há vedação expressa e, a nosso ver, intransponível.

Tais exigências reforçam o racional informacional da norma e viabilizam o escrutínio do mercado quanto à compatibilidade do programa com a situação econômico-financeira da emissora.

A Resolução CVM 77 estabelece que a quantidade de ações em tesouraria não pode ultrapassar 10% das ações da mesma espécie e classe em circulação, critério que preserva a liquidez e mitiga riscos de manipulação de preços ou de distorções relevantes no *free float*. São consideradas ações em circulação "todas aquelas representativas do capital da companhia menos as detidas direta ou indiretamente pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas

e por administradores"[483]. A superação do limite impõe regularização, inclusive por meio de alienação, sujeita aos requisitos de transparência e execução equitativa. Embora a Lei das Sociedades por Ações não fixe percentuais numéricos, a combinação entre o disposto em seu art. 30 e os limites regulatórios impostos pela CVM evidencia a necessidade de superação de um duplo teste: suficiência de lucros/reservas e preservação do mercado líquido e ordenado.

A recompra é condicionada, assim, ao uso de lucros ou reservas disponíveis, vedando o uso do capital social e impedindo, na prática, recompras financiadas que comprometam a solvência, em especial quando possam afetar o cumprimento de obrigações com terceiros. Para fins da norma, consideram-se recursos disponíveis a soma (i) de todas as reservas de lucros ou capital, exceto as reservas legal, de lucros a realizar, especial de dividendo obrigatório não distribuído e de incentivos fiscais; e (ii) do resultado já realizado do exercício social em andamento, segregadas as destinações às reservas mencionadas no item anterior.

Conforme precedente da CVM, "a aquisição de ações próprias deve estar, no meu julgamento, cercada de exigências e restrições necessárias à preservação do capital social e da companhia e, também, à proteção aos credores"[484]. A CVM admitiu, ainda, a utilização do "lucro de exercício em andamento para servir de lastro a essas operações, já que isso é possível para pagamento de dividendos e também de gratificação aos administradores"[485].

A compatibilidade entre o montante do programa e as contas de patrimônio líquido pertinentes deve ser demonstrável. Esse desenho legal conecta-se a restrições prudenciais da Resolução CVM 77, que

483 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução n.º 77.* Art. 1º, Parág. Ún., I. Diário Oficial da União, 30 mar. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol077.html. Acesso em: 01 jun. 2026.

484 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo CVM n° RJ 2008/2535. Voto Diretor Eliseu Martins. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5975-4.pdf. Acesso em: 01 jun. 2026.

485 DIAS, Luciana. *A reserva de capital em OPAs de cancelamento de registro.* Capital Aberto, São Paulo, abr. 2018, pp. 3-4 (citando voto do Diretor Eliseu Martins nos Processos RJ-2008/4156 e RJ-2008/1026).

também exige detalhamento dos recursos no comunicado ao mercado sobre a aprovação do programa de recompra.

A execução de recompras costuma ser centralizada em corretora(es) e submetida a parâmetros de volume, preço e janelas horárias, de modo a minimizar impacto indevido na formação de preços. A Resolução CVM 77 prevê salvaguardas contra operações que possam configurar prática não equitativa, inclusive por meio de restrições a negociações que interfiram com eventos societários ou informacionais sensíveis. Na prática, muitas companhias adotam políticas internas que limitam a porcentagem do volume médio diário a ser negociado sob o programa, ainda que tais percentuais não estejam expressamente positivados na norma. Cabe ao departamento de relações com investidores auxiliar o gestor do programa na determinação de parâmetros de mercado adequados para a execução do programa, tais como volumes médios diários de negociação, tendências de precificação, dentre outros.

No que tange à eventual alienação dos valores mobiliários adquiridos para manutenção em tesouraria, entendemos que, como regra, não se exige que a deliberação que institui o programa descreva exaustivamente as modalidades futuras de alienação de ações ou debêntures mantidas em tesouraria, desde que: (i) a finalidade do programa conste expressamente da aprovação societária (por exemplo, cancelamento, manutenção em tesouraria para eventual alienação e/ou atendimento a planos); (ii) a alienação observe integralmente as salvaguardas da Resolução CVM 77; e (iii) não se enquadre em hipóteses que demandem aprovação assemblear específica.

3. TRATAMENTO ATRIBUÍDO ÀS DEBÊNTURES E OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS DE PRÓPRIA EMISSÃO

Embora o art. 30 da Lei das Sociedades por Ações trate, nuclearmente, de ações, a Resolução CVM 77 abrange também a aquisição, pela emissora, de debêntures de própria emissão, disciplinando transparência e salvaguardas para essas operações,

em linha com o previsto no art. 55 da Lei das Sociedades por Ações. Emissão e recompra de debêntures interagem com regras de ofertas públicas, escrituração e obrigações perante debenturistas. Por isso, a estruturação de programas de aquisição deve considerar, adicionalmente, os termos da escritura e eventuais *covenants*, evitando assimetrias informacionais e conflitos com eventos de vencimento antecipado. Vale destacar que a aquisição de debêntures acima do valor nominal atualizado pode configurar, em essência, uma remuneração adicional ao debenturista, razão pela qual a norma exige procedimento específico de comunicação prévia e tratamento equitativo, assegurando que todos os titulares tenham oportunidade de alienar suas debêntures nas mesmas condições.

4. PERÍODOS DE VEDAÇÃO, INFORMAÇÃO RELEVANTE E OPERAÇÕES CORRELATAS

A proteção à integridade do mercado exige que emissoras não negociem ações próprias quando detiverem informação relevante ainda não divulgada ao público. A Resolução CVM 77 articula-se com o conceito de "informação relevante" e com as regras de divulgação de fato relevante, bem como com períodos de vedação típicos de políticas internas de negociação. Interações com ofertas públicas e com processos de M&A também impõem cautela adicional, pelo potencial impacto na formação de preços e pela necessidade de assegurar igualdade de tratamento entre investidores.

A companhia deve observar, a todo tempo, a disciplina aplicável à definição e ao tratamento de atos ou fatos relevantes, mantendo o dever de sigilo até a divulgação da informação e suspendendo negociações com valores mobiliários de própria emissão enquanto houver informação relevante não divulgada (valendo a suspensão das negociações tanto para a recompra quanto para eventual alienação dos valores mobiliários mantidos em tesouraria, neste último caso, exceto para o atendimento do exercício de *stock options* já outorgados).

Do ponto de vista da governança decisória, a Resolução CVM 77, em conjunto com a Lei das Sociedades por Ações, estabelece uma gradação de competências conforme a natureza e sensibilidade da operação. Em regra, cabe ao conselho de administração deliberar sobre a instituição de programas de recompra de ações para manutenção em tesouraria, desde que observados os limites de recursos disponíveis e o teto de 10% do *free float*. Contudo, determinadas operações exigem aprovação da assembleia geral, como: (i) aquisições realizadas fora de mercado, salvo quando destinadas a planos de remuneração previamente aprovados; (ii) aquisições que excedam os limites quantitativos estabelecidos; e (iii) negociações em condições especiais que envolvam partes relacionadas, exigindo-se, nesses casos, a demonstração de preço justo e igualdade de condições.

Por outro lado, há vedações absolutas que não admitem qualquer forma de deliberação: estão expressamente proibidas as aquisições de ações do acionista controlador (direta ou indiretamente) e as aquisições em bolsa a preços superiores à cotação de mercado, dada a potencial configuração de prática não equitativa e manipulação de preços. Essa estrutura escalonada reflete a preocupação do regulador em calibrar a autonomia da administração com salvaguardas adicionais para operações de maior risco, assegurando, em todos os casos, a proteção à formação justa de preços e à igualdade de tratamento entre investidores.

A divulgação clara do racional do programa (e.g., subavaliação percebida, otimização da estrutura de capital, neutralização de diluição) e de seus parâmetros (montantes, prazos, limites) é igualmente crucial para alinhar expectativas do mercado e reduzir o risco de assimetria informacional. O conselho de administração deve registrar, nas atas e materiais de suporte, a aderência do programa às condições econômico-financeiras da companhia, aos requisitos do art. 30 e à Resolução CVM 77, inclusive demonstrando a suficiência de lucros e reservas e a não afetação da capacidade de cumprir obrigações. A consistência entre o discurso público e a execução (ritmo de compras, preços, volumes) é elemento central de *accountability*.

Sobre a subavaliação como fundamento da recompra, ensina a doutrina: "faz sentido comprar ações quando elas estão baratas, seja em vista de seus valores intrínsecos ou em vista de perspectivas de rentabilidade, como projetos futuros com altas taxas de retorno"[486]. De fato, "uma das justificativas mais declaradas pelas companhias para a adoção de um programa de recompra foi, direta ou indiretamente, a depreciação do preço das ações"[487].

5. IMPACTOS CONTÁBEIS E SOsocietários

No âmbito societário, ações em tesouraria não gozam de direitos políticos nem de dividendos, enquanto perdurarem nessa condição; a alienação ou o cancelamento ajustam, respectivamente, a base de capital e a composição do *free float*.

A Lei das Sociedades por Ações, em seu art. 182, determina que as ações em tesouraria devem figurar no balanço como dedução da conta do patrimônio líquido (passivo não exigível) que registrar a origem dos recursos aplicados na sua aquisição – vale dizer, tais ações não podem ser contabilizadas como ativo da companhia, uma vez que não possuem valor econômico enquanto permanecerem nessa condição. A opção legislativa alinha-se ao sistema norte-americano das *treasury shares*, que também não considera tais ações como bens do ativo, diferindo do modelo europeu continental que as trata como ativos realizáveis.

Para debêntures adquiridas, é indispensável observar o tratamento contábil aplicável, as exigências de escrituração e eventuais limites contratuais na escritura. Tais efeitos devem ser refletidos de modo transparente nas demonstrações financeiras e nas notas explicativas, em linha com os comunicados do programa.

---

486 CIRRI, Pedro Racy. *Recompra de ações: aspectos legais e incentivos econômicos.* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 18, n. 68, pp. 95-126, abr./jun. 2015, p. 98.

487 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Análise de Impacto Regulatório: impactos da recompra de ações em bolsa na liquidez de longo prazo*, op. cit., p. 24.

> "A peculiaridade e a importância das operações de recompra de ações podem ser evidenciadas tanto pelo cuidado do legislador ao tratar do tema, como pelas estritas condições impostas para a sua realização por todas as companhias, principalmente as abertas. Neste sentido, além da vedação inicial para que as companhias negociem com suas próprias ações, destacamos as restrições aplicáveis a grande parte dos direitos das ações mantidas em tesouraria".[488]

6. PONTOS DE ATENÇÃO PRÁTICOS E ÁREAS DE MAIOR RISCO REGULATÓRIO

A experiência recente evidencia alguns pontos críticos: (i) definição adequada do universo de ações "em circulação" para cálculo do limite de 10% em tesouraria; (ii) observância rigorosa de períodos de vedação e de hipóteses em que a companhia detenha informação relevante não divulgada; (iii) coerência entre a disponibilidade de lucros e reservas e o cronograma de execução; (iv) governança sobre a decisão de preços e volumes, mitigando risco de prática não equitativa; e (v) coordenação com eventos societários relevantes (M&As, reestruturações, ofertas subsequentes). A Resolução CVM 77 consolida boas práticas ao exigir comunicação prévia clara e ao fixar balizas para a execução. O art. 30 da Lei das Sociedades por Ações, por sua vez, continua sendo a âncora material de proteção à integridade do capital e aos credores.

A literatura identifica dois riscos principais associados a programas de recompra: "o risco de ocorrência de práticas não equitativas por parte de *insiders*, tais como diretores e conselheiros,

488 CODORNIZ, Gabriela Bonini. *Aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão*. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 6.

e o risco de redução na liquidez dos ativos"[489]. Sobre a relação entre *insiders* e recompras, "os benefícios do efeito sinalização de uma recompra seriam anulados, caso os *insiders* negociassem na ponta oposta à companhia"[490].

7. CONCLUSÕES

O arcabouço brasileiro para recompra de ações e aquisição de debêntures próprias combina a normatividade principiológica da Lei das Sociedades por Ações com a granularidade operacional da Resolução CVM 77. O resultado é um regime que, sem engessar a liberdade empresarial, impõe salvaguardas de solvência, de transparência e de integridade de mercado, além de limites quantitativos proporcionais à preservação da liquidez.

Para companhias listadas, programas bem-desenhados e executados – com fundamento econômico claro, governança robusta, aderência informacional e disciplina na execução – podem criar valor e reduzir o custo de capital, sem sacrificar a proteção aos investidores nem a isonomia concorrencial no mercado secundário. A consolidação e atualização contínua da Resolução CVM 77 e a interpretação reiterada do art. 30 da Lei das Sociedades por Ações seguem sendo instrumentos essenciais para calibrar, ao longo do tempo, o equilíbrio entre flexibilidade empresarial e tutela do mercado.

Por fim, merece destaque o fato de que, na data deste artigo, a CVM está analisando, por meio de consulta pública (Edital da Consulta Pública SDM nº 04/2025), uma proposta de reforma substancial da Resolução CVM 77. A iniciativa regulatória tem como objetivos centrais o robustecimento das salvaguardas contra práticas não equitativas e manipulação de mercado, a proteção dos acionistas minoritários e credores, e a preservação da liquidez das ações em circulação. Entre

489 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Análise de Impacto Regulatório: impactos da recompra de ações em bolsa na liquidez de longo prazo,* op. cit., pp. 10-11.

490 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Análise de Impacto Regulatório: impactos da recompra de ações em bolsa na liquidez de longo prazo,* op. cit., p. 11.

as principais alterações propostas, destacam-se: (i) a criação do art. 7º-B, que estabelece seis condições cumulativas para aquisições diárias em mercados organizados – incluindo limites de preço (vedação de ordens acima do último negócio realizado), de quantidade (máximo de 25% da média diária dos 20 pregões anteriores ou 0,5% do *free float*, o que for menor) e de horário (vedação no leilão de abertura), além da proibição de *day-trade* e da exigência de utilização de apenas um intermediário por pregão; (ii) a introdução do art. 7º-C, que eleva o limite de ações em tesouraria de 10% para 12% das ações em circulação (ajuste compensatório decorrente da nova definição de ações em circulação, que passa a excluir as ações em tesouraria) e institui novo limite mínimo de 15% de *free float* remanescente após aquisições pela companhia, em alinhamento com a Resolução CVM 215 (que trata das OPAs); (iii) a criação de via alternativa para recompras por meio de OPA (art. 8º-A), que dispensa o cumprimento dos requisitos operacionais dos arts. 7º-B, 7º-C e 8º, conferindo maior previsibilidade e tratamento isonômico aos acionistas; (iv) a harmonização dos conceitos de "ações em circulação" e "pessoas vinculadas" com as Resoluções CVM 80 e 215; (v) a reorganização formal de sua Seção III, renomeada para "Requisitos para Negociação de Ações de Própria Emissão", com criação de subseções temáticas (Preservação do Capital Social, Mitigação de Impactos sobre a Negociação em Mercados Organizados, Manutenção de Ações em Circulação e Prevenção de Conflitos de Interesses); e (vi) a especificação de competências entre a SMI (para dispensas relacionadas ao art. 7º-B) e a SEP (para os demais casos), visando a maior celeridade na análise de pedidos de dispensa. A CVM também consulta o mercado sobre a eventual criação de um limite anual de aquisições (proposto em 15% do *free float* em 12 meses), de modo a coibir ciclos sucessivos de recompra e cancelamento que possam afetar a liquidez de longo prazo das ações. A reforma proposta representa, portanto, um passo adicional considerável no processo de evolução regulatória do tema, evidenciando a preocupação constante da Autarquia em manter o arcabouço brasileiro alinhado às melhores práticas internacionais e aos precedentes acumulados em processos

administrativos, preservando, ao mesmo tempo, os benefícios legítimos que os programas de recompra podem proporcionar às companhias e ao mercado de capitais.

OPA DE TAG ALONG E O ARTIGO 254-A DA LEI DAS S.A.

Elie Jaques Sherique[491]
Gustavo Giordano Tudisco[492]

1. INTRODUÇÃO

O cinquentenário da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das S.A.), oferece ocasião propícia para revisitar institutos centrais do direito societário brasileiro e, dentre eles, um que talvez tenha experimentado uma das trajetórias mais peculiares: a oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle (OPA de *tag along*), disciplinada pelo art. 254-A da Lei das S.A.

A proteção dos acionistas minoritários de companhias abertas constitui um dos pilares do direito societário brasileiro contemporâneo. Essa proteção ganha especial relevância em mercados marcados por uma capacidade limitada de fiscalização e execução por parte dos órgãos reguladores e do Poder Judiciário. Nesses ambientes, o valor atribuído ao poder de controle tende a ser elevado, pois, conforme aponta Prado: "é, via de regra, uma combinação da capacidade da empresa de gerar lucros com a possibilidade de expropriar esses valores dos minoritários"[493]. É justamente nesse contexto que a OPA

491 Sócio do escritório Machado Meyer Advogados. Mestre em Direito (LLM) pela New York University School of Law (NYU). Especialização em Direito e Administração pela New York University Stern School of Business. Especialização em Direito Societário e Mercado de Capitais pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). Mestrado *Lato Sensu* em Direito Societário pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).

492 Advogado do escritório Machado Meyer Advogados. Especialista em Direito Societário pela Fundação Getúlio Vargas (FGV-SP). Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

493 PRADO, Roberta Nioac. *Fundamentos jurídicos e econômicos da OPA a posteriori (tag along) e a questão sob a ótica de empresas que praticam boas práticas de governança corporativa*. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva. 2012, p. 1008.

de *tag along* obrigatória por alienação de controle desempenha papel essencial na redução de tais distorções.

Partindo dessa premissa e à luz da evolução histórica e do atual cenário regulamentar do mercado de capitais brasileiro, o presente artigo se propõe a examinar o regime jurídico da OPA de *tag along* previsto no art. 254-A da Lei das S.A., cuja análise mostra-se especialmente oportuna diante do marco histórico ora celebrado pela legislação societária e dos vinte e cinco anos de vigência do formato atual do instituto.

2. O ARTIGO 254-A DA LEI DAS S.A.

2.1. TRAJETÓRIA NORMATIVA

A trajetória do *tag along* obrigatório na legislação societária brasileira é marcada por avanços e retrocessos. O art. 254 original[494] da Lei das S.A. consagrou, desde a promulgação da lei em 1976, a obrigatoriedade da realização de oferta pública aos minoritários votantes da companhia aberta em valor idêntico ao pago ao controlador alienante.

A análise da Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda (Exposição de Motivos da Lei das S.A.), revela que a redação do art. 254 da Lei das S.A. esteve no centro do debate doutrinário sobre o tratamento do valor econômico atribuído ao poder de controle. Apesar da posição firme dos próprios redatores do

494 "Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários.
§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.
§ 2º Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública.
§ 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta."

anteprojeto da lei, José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho[495], que seguiam a linha do direito norte-americano sobre o tema, e embora expressamente reconhecendo o valor econômico do controle da companhia[496], optou-se por seguir a corrente doutrinária que entende que o prêmio de controle tende a ser excessivamente favorável ao controlador, devendo, portanto, ser repartido com os acionistas minoritários quando da alienação do controle da companhia, de modo a impedir que o controlador se aproprie integralmente do sobrepreço decorrente da venda das ações do bloco de controle (*sharing and exit rule*).

A exigência de extensão do prêmio de controle aos acionistas minoritários, conforme estabelecida no texto original de 1976, se sustenta em duas premissas centrais[497]: a primeira, de que o ágio auferido na alienação do controle reflete a valorização do patrimônio da companhia, para cuja formação os minoritários também contribuíram[498]; e a segunda, de que o preço pago pelo adquirente do controle abrange não somente a prerrogativa de comandar a sociedade,

495 Em comentário sobre o Art. 254 da Lei das S.A., defenderam que a inclusão da obrigatoriedade da OPA de *tag along* "ao invés de proteger os direitos dos acionistas minoritários contra as modalidades de abusos verificados no passado na incorporação de bancos, define um novo direito dos acionistas de companhias abertas, incompatível com a natureza da sociedade anônima" (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S/A*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar. 1997, p. 278.)

496 "Seção VI - Alienação de Controle da Lei: a) toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram; o valor das ações resulta dos direitos, que conferem, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o de controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas; (...) d) o Projeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador, para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários; seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeito de transferência desse poder, negar a sua existência ou proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico."

497 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, v. 4. 2015, p. 312.

498 CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC. 1979, p. 142-143.

mas também os bens intangíveis e demais ativos da companhia, dos quais os minoritários são igualmente titulares[499].

Ao regulamentar o art. 254 da Lei das S.A., a Resolução nº 401 do Conselho Monetário Nacional, de 22 de dezembro de 1976, determinou que a oferta pública deveria contemplar preço equivalente a 100% do valor pago ao controlador alienante, assegurando, assim, paridade integral entre controlador e acionistas minoritários com direito a voto. A aplicação pacífica desse mecanismo por mais de duas décadas evidenciou a consolidação, no sistema brasileiro, de expectativa institucional quanto à extensão do prêmio de controle aos acionistas minoritários de companhias abertas.

No entanto, em meio a um cenário até então consolidado, a Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, editada no contexto do Programa Nacional de Desestatização, revogou o art. 254 da Lei das S.A., sem estabelecer qualquer regra de transição ou mecanismo substitutivo. A supressão do instituto foi justificada, à época, pela necessidade de reduzir os custos da operação para o adquirente do controle acionário, uma vez que a manutenção do *tag along* obrigatório, especialmente no formato então vigente, tornaria a operação excessivamente onerosa ou até mesmo inviável, especialmente no caso das empresas estatais, sobretudo das sociedades de telecomunicações[500].

Como ressalta Nelson Eizirik, na prática, o principal motivo para a supressão da exigência de realização da OPA de *tag along* foi "facilitar a privatização das companhias submetidas a controle estatal, permitindo que o Governo Federal se apropriasse de todo o sobrepreço que seria pago na venda de tais companhias a investidores privados"[501].

499 PRADO, Roberta Nioac. *Da Obrigatoriedade por Parte do Adquirente do Controle de Sociedade por Ações de Capital Aberto de Fazer Simultânea Oferta Pública, em Iguais Condições, aos Acionistas Minoritários - Art. 254 da Lei 6.404/76 e Resolução CMN 401/76 - É Efetivo Mecanismo de Proteção Aos Minoritários?* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros, v. 106, abril-junho. 1997, p. 83-106.

500 SOUSA, Marcos Andrey de. *O direito de saída conjunta (tag along) e os preferencialistas*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6404/76*. São Paulo: Quartier Latin. 2007, p. 280.

501 EIZIRIK, Nelson, op. cit., 2015, p. 317.

Durante o período de aproximadamente quatro anos em que o instituto da OPA de *tag along* permaneceu suprimido, entre maio de 1997 e outubro de 2001, observou-se a realização de alienações de controle acionário com pagamento de elevados prêmios de controle[502], sem extensão aos minoritários, o que resultou em significativa perda de confiança dos investidores e consequente fuga de investidores do mercado acionário brasileiro.

Diante desse cenário, em 31 de outubro de 2001, a Lei nº 10.303 introduziu o art. 254-A na Lei das S.A., restabelecendo a obrigatoriedade da OPA de *tag along*, porém com alterações substanciais em relação à redação original do art. 254: o valor mínimo passou a corresponder a 80% (oitenta por cento) do preço pago ao controlador (e não mais ao preço integral), consagrando a atribuição de valor econômico ao bloco de controle reconhecida desde a Exposição de Motivos original da Lei das S.A.; além de ter sido retirada a aplicabilidade aos titulares de ações sem direito de voto, anteriormente contemplados pelo instituto.

A reintrodução da obrigatoriedade da OPA de *tag along* na Lei das S.A. consolidou uma solução de equilíbrio para as transferências de controle em companhias abertas: foi adotada uma posição intermediária entre a extensão do valor integral das ações integrantes do bloco de controle e o completo desamparo aos acionistas minoritários. Conforme explica Campinho:

> "Esse direito de saída conjunta evita que o titular do controle se beneficie individualmente da venda, reconhecendo que o valor agregado à empresa desenvolvida pela companhia não decorre apenas da atuação do controlador, mas do capital vertido pelos demais acionistas. Mas admite, por outro lado, que

502 Cf. estudos comparativos de: NENOVA, Tatiana. *The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis*. Cambridge: Harvard University, 2000. Disponível em: Social Science Research Network https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809. Acesso em: 15 de maio de 2026; e GORGA, Érica. *A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais*. R. Adm., São Paulo, 2004. Disponível em: http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3904309a326.pdf. Acesso em: 05/06/2026.

> o valor a ser atribuído às ações desses minoritários votantes deva ser inferior em relação àquele conferido ao bloco de controle, assegurando a este um prêmio no percentual de vinte por cento."[503]

Sob uma perspectiva cronológica, o art. 254 vigorou por aproximadamente vinte e um anos (de 1976 a 1997), seguido de um hiato de cerca de quatro anos em que a OPA de *tag along* permaneceu suprimida. O art. 254-A, por sua vez, completará vinte e cinco anos de vigência em 2026, superando, portanto, a longevidade de seu antecessor.

2.2. INFLUÊNCIAS NORMATIVAS ESTRANGEIRAS

O modelo brasileiro de OPA de *tag along* não se desenvolveu no vácuo. Para compreendê-lo, é relevante ter como referência as experiências regulatórias estrangeiras que influenciaram a redação do art. 254-A da Lei das S.A., seja como fonte de inspiração convergente, seja como contraponto.

No Reino Unido, o regime do *mandatory bid* encontra sua previsão no *UK Takeover Code*[504], vigente desde 1968. O *UK Takeover*

503 CAMPINHO, Sérgio. *Curso de Direito Comercial - Sociedade Anônima.* São Paulo: SaraivaJur. 2024, p. 99.

504 "*9.1 WHEN A MANDATORY OFFER IS REQUIRED AND WHO IS PRIMARILY RESPONSIBLE FOR MAKING IT*
Except with the consent of the Panel, when:
(a) any person acquires an interest in shares which (taken together with shares in which the person or any person acting in concert with that person is interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or
(b) any person, together with persons acting in concert with that person, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with that person, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which that person is interested, such person shall extend offers, on the basis set out in Rule 9.3 and Rule 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases."

Code estabelece a obrigatoriedade de realização de oferta pública sempre que um investidor adquira participação igual ou superior a 30% (trinta por cento) dos direitos de voto de uma companhia, ou, detendo entre 30% (trinta por cento) e 50% (cinquenta por cento), aumente sua participação acionária. A oferta deve ser estendida a todos os acionistas, detentores de ações com direito a voto ou não, pelo preço mais alto pago pelo adquirente nos doze meses anteriores.

Esse modelo inspirou a Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição, que harmonizou regras de ofertas públicas no espaço comunitário europeu e consolidou o modelo de oferta obrigatória no âmbito da União Europeia[505].

Essa distinção revela uma diferença fundamental entre os dois modelos: enquanto o regime britânico adota patamar percentual objetivo, isto é, 30% (trinta por cento) de participação, sem exigir a demonstração do exercício efetivo do poder de controle, o modelo brasileiro baseia-se na efetiva transferência do poder de controle, valendo-se da definição trazida pela própria lei[506].

505 "*Artigo 5º - Protecção dos accionistas minoritários; oferta obrigatória; preço equitativo 1. Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confiram directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n.º 4. (...) 3. A percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade, para efeitos do n.º 1, bem como a fórmula do respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sua sede social. 4. Por preço equitativo entende-se o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele actuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a 12 meses, que preceda a oferta prevista no n.º 1. (...)*".

506 "Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:
a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

O modelo norte-americano, por sua vez, em contraste tanto com o modelo brasileiro (exceto durante o hiato entre a revogação do art. 254 pela Lei nº 9.457/1997 e a promulgação da Lei nº 10.303/2001, que reintroduziu a disciplina por meio do art. 254-A) quanto com o britânico, não consagra a oferta obrigatória em caso de alienação de controle.

A legislação norte-americana, alinhada à corrente doutrinária segundo a qual o prêmio de controle deve ser atribuído exclusivamente ao acionista controlador (a quem, nessa lógica, reconhece-se a liberdade de alienar suas ações e capturar tal prêmio[507]), confere proteção aos acionistas minoritários não através de um direito de *tag along*, mas por meio de regras robustas de *disclosure*, com destaque para o *Williams Act*, e de deveres fiduciários dos administradores[508].

2.3. ANÁLISE DO *CAPUT*

O *caput*[509] do art. 254-A da Lei das S.A. condiciona a alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta à obrigação de o adquirente realizar oferta pública de aquisição das ações com direito a voto pertencentes aos demais acionistas, assegurando-lhes preço

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.
Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender."

507 EIZIRIK, Nelson, op. cit., 2015, p. 310.

508 TAYLOR, Celia. *The European Takeover Directive: A US Comparison*. University of Oslo Faculty of Law Research Paper nº 2016-14, 30 de agosto de 2016, p. 52. Disponível em: SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2832090. Acesso em: 05/06/2026.

509 "Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle."

mínimo equivalente a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle. A construção do dispositivo reflete quatro componentes estruturais relevantes.

O primeiro é a abrangência da norma, que cobre tanto a alienação direta (transferência das ações de controle), quanto a indireta (transferência de participações em sociedade controladora). O segundo é a condição, suspensiva ou resolutiva, imposta ao próprio negócio jurídico de alienação de controle, o que confere à OPA caráter de elemento essencial do contrato de compra e venda de ações. O terceiro é a fixação do piso de 80% (oitenta por cento) como valor mínimo, que admite, contudo, oferta superior. O quarto é a restrição do direito aos titulares de ações com direito a voto, excluindo-se, consequentemente, os acionistas preferencialistas.

Quanto a este último elemento, alvo de críticas doutrinárias reiteradas, cabe registrar que, durante a tramitação legislativa, chegou a ser proposta a inclusão de § 5º ao art. 254-A[510], o qual estenderia o direito de *tag along* aos acionistas titulares de ações sem direito a voto. Contudo, a proposta foi vetada sob a alegação de suposto "conflito com o interesse público"[511], não sendo incorporada à redação final do regramento vigente.

510 "§ 5º As companhias poderão conceder aos seus acionistas sem direito de voto o direito previsto neste artigo em igualdade ou não com as ações com direito a voto, devendo regular no estatuto com precisão e minúcia as condições do exercício deste direito. A posterior modificação do estatuto neste caso obedecerá ao disposto no § 1o do art. 136."

511 Razões do veto – "A necessidade de se vetar o parágrafo acima transcrito decorre de manifesto conflito com o interesse público, eis que o dispositivo prevê a possibilidade de concessão de direito a acionistas sem direito de voto que já consta, qualificado como preferência/vantagem que pode ser atribuída a ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, do art. 17 do projeto de lei ora comentado, ensejando inclusive, em face da parte final respectiva, um sério risco de insegurança jurídica. (...)"

2.4. § 1º: ABRANGÊNCIA E O CONCEITO AMPLO DE ALIENAÇÃO

O § 1º do art. 254-A[512] consagra um conceito amplo e genérico de alienação de controle, contemplando quatro modalidades principais: (i) a transferência direta ou indireta de ações; (ii) a cessão de direitos de subscrição de ações; (iii) a cessão de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações; e (iv) quaisquer atos que resultem na alienação onerosa do controle.

Dessa forma, a obrigatoriedade da oferta pública não pressupõe a transferência integral das participações acionárias detidas pelos integrantes do bloco de controle. É suficiente que a operação, considerada em sua totalidade, resulte na transferência efetiva do poder de direção dos negócios sociais a um novo titular.

A amplitude da redação reflete o propósito deliberado do legislador de coibir manobras oportunistas mediante as quais o controlador, valendo-se de estruturas indiretas, pudesse, por exemplo, transferir o controle acionário sem deflagrar a obrigação de realização da OPA.

2.5. §§ 2º A 4º: AUTORIZAÇÃO VINCULADA, PODER REGULAMENTAR E PRÊMIO DE PERMANÊNCIA

O § 2º atribui à CVM a competência para autorizar a operação[513], sendo tal autorização de natureza vinculada: a Autarquia limita-se a

512 "§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade."

513 "§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais."

verificar a observância dos requisitos legais e regulamentares, sem exercer juízo de conveniência ou oportunidade da operação.

O § 3º, por sua vez, outorga à CVM competência regulamentar para disciplinar o procedimento[514], conforme será explorado a seguir. Já o § 4º institui o chamado prêmio de permanência, facultando ao adquirente do controle oferecer aos minoritários, sem prejuízo da realização da OPA, que permanece obrigatória, a opção de permanecer na companhia mediante pagamento de prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle, devendo tal faculdade constar do edital da OPA[515]. Essa alternativa, ainda que pouco utilizada na prática, reflete a escolha do legislador por um modelo flexível, capaz de se adaptar a potenciais contextos específicos.

3. O PAPEL DA CVM E A RESOLUÇÃO CVM Nº 215/2024

3.1. EVOLUÇÃO REGULATÓRIA

Do ponto de vista da regulamentação, o instituto da OPA de *tag along* recebeu disciplina detalhada em sucessivas normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM): inicialmente pela Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002 (ICVM 361), depois pela Resolução CVM nº 85, de 31 de março de 2022 (RCVM 85), e, atualmente, pela Resolução CVM nº 215, de 13 de junho de 2024, com alterações introduzidas pela Resolução CVM nº 230, de 30 de janeiro de 2025 (RCVM 215).

A regulamentação infralegal do art. 254-A acompanhou o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro. A ICVM 361, editada poucos meses após a entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001, consolidou as regras gerais aplicáveis a todas as modalidades de

514 "§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput."

515 "§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle."

OPA. Sucedeu-a a RCVM 85, que reorganizou e atualizou a matéria. Em junho de 2024, a CVM editou a RCVM 215, fruto de ampla revisão técnica precedida da Audiência Pública SDM 05/23.

A revisão regulatória sobre as OPAs teve por objetivos centrais: (i) consolidar parâmetros sedimentados na jurisprudência administrativa; (ii) modernizar prazos e procedimentos; (iii) ajustar regras de divulgação e laudos; e (iv) explicitar hipóteses de incidência.

Especificamente com relação à OPA de *tag along*, pode-se dizer que o núcleo da obrigação se manteve estável ao longo das três normas, como era de se esperar diante da estabilidade do art. 254-A da Lei das S.A., que não sofreu alterações no período. A transição da ICVM 361 para a RCVM 85 representou essencialmente uma reorganização e atualização de linguagem, sem inovações materiais relevantes quanto à OPA por alienação de controle (o prazo de 30 (trinta) dias para o adquirente do controle apresentar à CVM o requerimento de registro da OPA, o patamar de 80% (oitenta por cento) do preço pago ao controlador atualizado pela Selic e a possibilidade de a CVM exigir laudo de avaliação na alienação indireta permaneceram substancialmente inalterados).

A RCVM 215 trouxe, contudo, aprimoramentos pontuais dignos de nota. Primeiro, explicitou na própria definição de alienação de controle a referência à alienação "direta ou indireta" de valores mobiliários, conferindo maior clareza ao texto regulamentar, em referência expressa à Lei das S.A. (Art. 45, § 5º)[516]. Segundo, e talvez mais relevante na prática, introduziu regra expressa sobre as consequências do indeferimento do registro, vinculando a eficácia da alienação de controle à aprovação regulatória da OPA (art. 45, § 3º)[517].

516 "§ 5º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação direta ou indireta de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976."

517 "§ 3º O indeferimento do registro da OPA implica não autorização da alienação de controle e deve ser informado pela SRE à companhia objeto para adoção das

Terceiro, passou a exigir que o preço da OPA considere "todas as contraprestações pagas direta ou indiretamente" pelo adquirente, incluindo a atualização a partir das datas de cada parcela (art. 45, § 8º, II)[518], inovação que parece buscar coibir possíveis acordos laterais que possam reduzir artificialmente o preço de referência para fins do cálculo dos 80% (oitenta por cento).

3.2. OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE NA RCVM 215

O art. 45 da RCVM 215 disciplina a OPA obrigatória por alienação de controle. Para além das inovações materiais referidas no item anterior, cabe destacar aspectos procedimentais relevantes. A OPA está sujeita ao rito de registro ordinário, com análise prévia pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), e o leilão deve ocorrer entre 20 (vinte) e 45 (quarenta e cinco) dias após o lançamento da OPA (art. 25, § 5º), observados os requisitos de divulgação ampla e o prazo mínimo para análise pelos investidores.

O instrumento de OPA por alienação de controle deve conter, entre outros elementos, a transcrição das cláusulas do contrato de compra e venda do controle referentes a preço e forma de pagamento, incluindo parcelas futuras e incertas, bem como a demonstração justificada da forma de cálculo do preço.

No caso de alienação indireta do controle, o ofertante deve submeter à CVM, com o pedido de registro, demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido, podendo a CVM, dentro do

providências cabíveis, incluindo a divulgação de aviso de fato relevante noticiando o evento e suas repercussões quanto à estrutura do seu controle acionário."

518 "§ 8º Nas alienações com pagamento em dinheiro, o preço da OPA deve:
I – ser, ao menos, igual a 80% (oitenta por cento) do preço pago ao controlador, atualizado pela taxa Selic, desde a data do pagamento ao controlador até a data da liquidação financeira da OPA; e
II – considerar todas as contraprestações pagas direta ou indiretamente pelo adquirente ao alienante do controle pela aquisição de suas ações, cujas datas devem ser levadas em conta para fins de atualização do preço mencionado no inciso I deste parágrafo."

prazo de análise, determinar a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto (art. 45, § 7º)[519].

Em casos de modificação dos termos da oferta após o lançamento, o aditamento ao instrumento de OPA deve ser divulgado com indicação de nova data para o leilão, observados os prazos mínimos aplicáveis. O leilão da OPA deve ser realizado por entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários, com regras específicas de formação de preço.

O art. 46, por sua vez, regulamenta a alternativa do prêmio de permanência (§ 4º do art. 254-A), detalhando o procedimento, os prazos para manifestação dos minoritários e os critérios de cálculo do prêmio.

4. SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM DA B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO

O regime legal do art. 254-A da Lei das S.A. convive, de forma complementar, com regras estatutárias e regulamentares impostas pelos segmentos especiais de listagem da B3. Esses segmentos funcionam como camadas adicionais de proteção contratual voluntária, às quais as companhias aderem mediante celebração de contrato de participação com a B3, assumindo compromissos que excedem o piso legal.

O Regulamento do Novo Mercado[520], em seu art. 37, exige que a alienação direta ou indireta de controle de companhia listada nesse

519 "§ 7º No caso de alienação indireta do controle acionário:
I – o ofertante deve submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, correspondente à alienação do controle da companhia objeto; e
II – a CVM pode, dentro do prazo previsto no art. 63, § 4º, determinar a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto."

520 "Art. 37 A companhia deve prever em seu estatuto social que a alienação direta ou indireta de controle da companhia deve ser contratada sob a condição de que o adquirente do controle se obrigue a efetivar OPA tendo por objeto as ações de emissão da companhia de titularidade dos demais acionistas, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante.

segmento seja contratada sob condição de que o adquirente se obrigue a efetivar OPA tendo por objeto as ações de emissão da companhia de titularidade dos demais acionistas, "de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante". O que, na prática, restabelece, para essas companhias, o sistema que vigorou sob o art. 254 da Lei das S.A. Sendo importante ressaltar que as companhias listadas no Novo Mercado devem ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, de modo que todos os acionistas são necessariamente titulares de ações com direito a voto e, portanto, beneficiários do *tag along* integral.

O Regulamento do Nível 2, por sua vez, segue padrão semelhante[521]. O item 8.1 do Regulamento estabelece que a alienação de controle deve ser contratada sob condição de que o adquirente se obrigue a efetivar OPA aos demais acionistas. Diferentemente do Novo Mercado, porém, o Nível 2 admite a existência de ações preferenciais e, nos termos do item 8.1.2, a oferta pública aos detentores dessas ações preferenciais "deverá ser realizada pelo mesmo valor oferecido aos detentores de ações ordinárias e nas mesmas condições", garantindo, assim, *tag along* integral também aos acionistas preferencialistas.

---

§1º Para os fins desta seção, entende-se por controle e seus termos correlatos o poder efetivamente utilizado por acionista de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, de forma direta
ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida.
§2º A obrigação prevista no caput se aplica à alienação de controle por meio de uma única operação ou por operações sucessivas.
§3º A OPA deve observar as condições e os prazos previstos na legislação e na regulamentação em vigor e neste regulamento."

521 "8.1 Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.
8.1.2 Quando a Companhia tiver emitido ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, a oferta pública aos detentores dessas ações preferenciais deverá ser realizada pelo mesmo valor oferecido aos detentores de ações ordinárias e nas mesmas condições."

A articulação entre o regime legal e os compromissos voluntários dos segmentos de listagem tem se revelado positiva, com efeito complementar sobre a proteção dos acionistas minoritários. A existência de tais segmentos permite que o mercado supere as limitações do art. 254-A sem necessidade de reforma legislativa.

A criação do Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado (ITAG B3) sugere que o mercado precifica positivamente as companhias que concedem *tag along* acima do mínimo legal, indicando que investidores atribuem valor à proteção adicional.

Nessa perspectiva, em análise do *tag along* como prática de governança corporativa, Penna apontou que:

> "O fato de o direito ao *tag along* ter se tornado uma prática prioritária de governança corporativa provavelmente se deve, em grande medida, aos altos prêmios de controle em geral pagos aos controladores de companhias brasileiras, em comparação com aqueles pagos na aquisição do controle de companhias de outros países, que se explicaria, em certa medida, pelos elevados benefícios privados do controle (*private benefits of control*) que o controlador de companhia brasileira consegue auferir, à custa dos minoritários."[522]

Dessa forma, a articulação entre a disciplina legal do art. 254-A e as exigências dos segmentos especiais de listagem da B3 (notadamente o Novo Mercado e o Nível 2 de Governança Corporativa) confere à OPA de *tag along* um alcance protetivo que, em diversos aspectos, aproxima-se do modelo europeu de oferta obrigatória.

522 PENNA, Paulo. *O Direito ao Tag Along como prática de governança corporativa nos segmentos especiais de listagem da B3 e nos Códigos de Autorregulação*. In: SCHREIBER, Anderson et al. CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de (Coord.); AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura (Coord.); HENRIQUES, Marcus de Freitas (Coord.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, v. 2. 2021, p. 185.

5. PRECEDENTES REFERENCIAIS DA JURISPRUDÊNCIA ADMINISTRATIVA DA CVM

5.1. CBD (2006)[523]

No Processo Administrativo CVM RJ 2005/4069, a CVM enfrentou a questão das aquisições escalonadas, no contexto do *Joint Venture Agreement* entre Abílio Diniz e o Casino Guichard-Perrachon S.A. sobre a Companhia Brasileira de Distribuição (CBD), que levou à determinação da realização de oferta pública de aquisição de ações decorrente de alienação de controle pela Superintendência de Relações com Empresas e pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM. O Colegiado afirmou a primazia da substância sobre a forma, reconhecendo que a estrutura negocial em etapas não afasta a obrigação de OPA quando, ao final, configura-se transferência efetiva do controle.

5.2. ARCELOR BRASIL (2007)[524]

No Processo Administrativo CVM RJ 2007/1996, derivado da operação transnacional Mittal–Arcelor, a CVM examinou a alienação indireta do controle da Arcelor Brasil S.A. O Colegiado reconheceu a aplicabilidade do art. 254-A a alienações indiretas decorrentes de *takeovers* transnacionais e enfrentou a complexa questão da precificação, determinando a necessidade de demonstração justificada que isolasse o componente do preço atribuível à participação na companhia brasileira. O caso consolidou critérios para a mensuração do preço em operações envolvendo pluralidade de ativos e reforçou a eficácia das obrigações estatutárias de *tag along* assumidas perante a B3.

523 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4788-0.pdf. Acesso em: 05/06/2026.

524 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070321_R1/20070321_D01.html. Acesso em: 05/06/2026.

5.3. COPESUL (2007)[525]

No Processo Administrativo CVM RJ 2007/7230, discutiu-se a aquisição, pela Braskem, da participação do Grupo Ipiranga no bloco de controle da Companhia Petroquímica do Sul (Copesul). O Colegiado concluiu que a operação não configurou alienação de controle para fins do art. 254-A, por se tratar de consolidação de participação dentro de bloco previamente constituído, sem ingresso de terceiro. O precedente refinou a distinção entre meros ajustes na composição do bloco de controle e efetiva alienação do poder de controle, estabelecendo critérios que viriam a ser reiterados em julgados posteriores.

5.4. TIM (2009)[526]

No Processo Administrativo CVM RJ 2009/1956, o Colegiado enfrentou a questão do controle minoritário no contexto da aquisição, pela Telco S.p.A., de 100% (cem por cento) do capital da Olimpia S.p.A., que detinha cerca de 18% (dezoito por cento) do capital votante da Telecom Italia, controladora indireta da TIM Participações S.A. Por maioria, o Colegiado decidiu pela inexigibilidade de OPA, por considerar que não restara demonstrada a existência de controle permanente nos termos do art. 116 da Lei das S.A. Os votos vencidos sustentaram interpretação extensiva do art. 254-A a situações de controle minoritário. O caso é referência para a discussão sobre a aplicabilidade do *tag along* a companhias com capital pulverizado.

525 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5533-0.pdf. Acesso em: 05/06/2026.

526 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6360-1.pdf. Acesso em: 05/06/2026.

5.5. USIMINAS (2017)[527]

No Processo Administrativo CVM nº 19957.000115/2017-80, examinou-se a recomposição do bloco de controle das Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. (Usiminas), ocasionada pela aquisição de ações do Grupo V/C pelo Grupo Ternium, em operação de janeiro de 2012. A CVM concluiu pela ausência de alienação de controle, tendo em vista que o Grupo Nippon permaneceu como maior acionista do bloco e que não se configurou substituição do centro de poder efetivo. O caso evidencia os desafios interpretativos na aplicação do art. 254-A a estruturas de controle compartilhado, caracterizadas pela coexistência de múltiplos acordos de acionistas e complexas relações de influência entre os integrantes do bloco.

Apesar da análise da CVM, a questão foi posteriormente submetida ao Superior Tribunal de Justiça no REsp 1.837.538/SP, em ação indenizatória ajuizada pela CSN contra o Grupo Ternium. Em julgamento, a 3ª Turma, por maioria, concluiu pela inexigibilidade da OPA, ao fundamento de que a mera recomposição do bloco de controle, sem transferência de mais da metade do capital votante dentro do grupo controlador, não configuraria alienação de controle para fins do art. 254-A da Lei das S.A. O Ministro relator destacou que o Grupo Ternium não assumiu posição de preponderância no bloco, permanecendo a Nippon Steel como maior acionista, e que o novo acordo de acionistas exigia unanimidade para decisões relevantes. Contudo, em sede de embargos de declaração, a 3ª Turma reverteu o entendimento anterior, reconhecendo a ocorrência de alienação de controle e a consequente obrigatoriedade da OPA.

O entendimento que prevaleceu foi o de que a verificação da mudança de controle não depende apenas do número de ações adquiridas, mas do exame dos efeitos concretos da operação sobre o comando efetivo da companhia. Dentre os elementos apontados, destacaram-se: (i) a reestruturação do acordo de acionistas, que

527 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20171024/0547.pdf. Acesso em: 05/06/2026.

conferiu poder de veto ao Grupo Ternium e reduziu decisivamente a participação da Caixa dos Empregados da Usiminas na gestão; (ii) a alteração dos quóruns deliberativos; e (iii) o ágio expressivo pago na operação, tomado como indício de que a Ternium pretendia assumir a liderança na direção da empresa, e não apenas substituir o grupo anterior na mesma posição dentro do bloco. O caso permanece em discussão no STF, provocado por ação direta de inconstitucionalidade que questiona a interpretação conferida pelo STJ ao art. 254-A da Lei das S.A.

5.6. CPFL (2018)[528]

No Processo Administrativo CVM 19957.001656/2017-25, a CVM examinou a alienação indireta de controle da CPFL Energias Renováveis S.A. (CPFL-R), decorrente da aquisição, pela State Grid Brazil Power Participações S.A., do controle direto da CPFL Energia S.A., esta última controladora de dezoito outras companhias além da CPFL-R. A decisão reafirmou a aplicabilidade do art. 254-A a alienações indiretas e enfrentou, com profundidade, os critérios para a precificação por meio da Demonstração Justificada de Preço (DJP) em operações de *holding* diversificada, consolidando parâmetros de tratamento igualitário baseados em múltiplos de EBITDA prospectivos.

5.7. FORJAS TAURUS/ CBC (2023)[529]

No Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.011669/2017-11, a CVM apurou eventuais irregularidades relacionadas à operação de aumento de capital da Forjas Taurus S.A. e à subsequente assunção de controle pela Companhia Brasileira de Cartuchos (CBC). A Acusação imputou à CBC, entre outras infrações, a

528 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180502_R1/20180502_D1000.html. Acesso em: 05/06/2026.

529 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2023/20230919_PAS_19957011669201711.html. Acesso em: 05/06/2026.

violação ao art. 254-A da Lei das S.A. por ter adquirido o controle sem realizar OPA. A tese acusatória sustentava que Luis Estima (acionista com participação minoritária), a Arbi Rio e a CBC teriam atuado em conluio por meio de operações direcionadas na bolsa para transferir o controle da Taurus à CBC, sob a aparência de aquisição originária via aumento de capital.

O Diretor Relator concluiu pela absolvição da CBC em relação à imputação do art. 254-A, por entender que a aquisição do controle pela CBC, cuja participação passou de cerca de 17% (dezessete por cento) para 52,51% (cinquenta e dois vírgula cinquenta e um por cento) do capital votante mediante subscrição em aumento de capital, configurou aquisição originária de controle, não havendo alienação por parte de antigo controlador.

5.8. SÍNTESE DOS PARÂMETROS CONSOLIDADOS

O exame dos precedentes referenciais permite identificar parâmetros consolidados na jurisprudência administrativa da CVM quanto ao art. 254-A da Lei das S.A. A autarquia tem afirmado a primazia da substância sobre a forma, repelindo estruturas negociais que busquem evadir a obrigação legal de OPA.

Quanto à admissibilidade do conceito de controle minoritário, embora controversa, tem prevalecido no Colegiado da CVM a exigência de demonstração de controle permanente nos moldes do art. 116 da Lei das S.A. A necessidade de laudo de avaliação técnico em alienações indiretas, com isolamento do componente atribuível à companhia aberta, foi reafirmada em diversos casos, consolidando critérios de precificação por múltiplos de EBITDA.

Verificou-se ainda a consolidação da distinção entre reorganização intrabloco e efetiva alienação do controle, afastando a incidência do art. 254-A quando ausente a substituição do controle. Por fim, a relevância dos compromissos estatutários e das exigências dos segmentos de listagem da B3 como reforço à proteção dos minoritários também perpassa os precedentes analisados.

6. REFLEXÕES SOBRE O MODELO VIGENTE DA OPA DE TAG ALONG

A doutrina reconhece, na OPA de *tag along*, duas funções essenciais. A primeira, conhecida como função de partilha (ou de tratamento equitativo), fundamenta-se na premissa de que o prêmio de controle, ainda que parcialmente, constitui atributo da companhia, resultando daí o legítimo direito dos acionistas minoritários de participar do sobrevalor gerado a partir dele. A segunda, função de saída (*exit right*), refere-se ao direito do minoritário de retirar-se da companhia em contexto de mudança do controle, podendo monetizar seu investimento em condições equivalentes às do controlador alienante.

Embora distintas, tais funções operam de modo complementar. A função de partilha protege o minoritário contra a expropriação do prêmio de controle, enquanto a função de saída assegura-lhe o direito de não permanecer em sociedade cujo controle tenha sido alterado sem sua anuência. A combinação dessas duas finalidades confere ao instituto sua peculiar arquitetura na legislação brasileira.

6.1. MÉRITOS E CRÍTICAS

O modelo de OPA de *tag along*, introduzido pela Lei nº 10.303/2001 e atualmente adotado pela Lei das S.A., apresenta méritos relevantes. O retorno do instituto restaurou a confiança do mercado após o período de vácuo legislativo que ensejou sucessivos fechamentos de capital em prejuízo dos acionistas minoritários. Ademais, contribuiu para a reativação do mercado primário e para o incremento dos lançamentos de ações no início dos anos 2000, além de consolidar solução de compromisso intermediária entre as posições doutrinárias partilhista e antipartilhista.

Não obstante seus méritos, o modelo não está imune a críticas[530], que se sustentam principalmente em três aspectos. Em primeiro lugar, questiona-se o redutor de 20% (vinte por cento), cuja justificação econômica e jurídica permanece frágil. Além disso, critica-se a exclusão dos titulares de ações preferenciais da proteção trazida pelo instituto, especialmente nos segmentos em que a presença desses acionistas é expressiva e sua participação na estrutura econômica da companhia mostra-se significativa. Por fim, aponta-se a ausência de limiares percentuais objetivos que complementem o critério qualitativo de alienação de controle, lacuna que, em determinadas situações, compromete a previsibilidade do instituto e dificulta a identificação prévia das operações sujeitas à OPA de *tag along*.

7. PERSPECTIVAS FUTURAS QUANTO À OPA DE TAG ALONG

No horizonte de aperfeiçoamento do art. 254-A, nos parece que as linhas de reforma abaixo merecem especial reflexão.

A primeira delas consiste no retorno à paridade integral, mediante eliminação do redutor de 20% (vinte por cento), em consonância com o modelo adotado pelos Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 da B3. Tal medida restauraria a coerência originária do instituto, alinhando o regime legal aos mais elevados padrões de governança corporativa vigentes no mercado e ampliando a proteção conferida aos acionistas minoritários. Uma segunda diz respeito à extensão da OPA aos titulares de ações preferenciais, hipótese em que a modelagem legislativa poderia, inclusive, caso tivesse a intenção de preservar a racionalidade econômica do instituto e, simultaneamente, conferir

530 "(...) na prática, o artigo 254-A cumpre muito precariamente a função a que se propõe (é muito limitado, pois não incide nas companhias fechadas, nas ações preferenciais sem direito a voto e permite que o controlador alienante se aproprie de 20% do prêmio atribuído ao controle)". Cf. PRADO, Roberta Nioac. *Fundamentos jurídicos e econômicos da OPA a posteriori (tag along) e a questão sob a ótica de empresas que praticam boas práticas de governança corporativa*. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*, op. cit., 2012, p. 1008.

proteção mais abrangente aos investidores, contemplar tratamento diferenciado conforme as características das diversas classes (com direito a voto restrito, sem direito a voto, ou classes especiais).

Além disso, a pulverização do capital, fenômeno crescente no mercado brasileiro, coloca desafio relevante ao art. 254-A. Em companhias sem controlador majoritário definido, a transferência do poder de controle pode ocorrer por meio de aquisição de participação minoritária estável e influente, sem nítida correspondência com o critério qualitativo do art. 116 da Lei das S.A. Em meio a esse cenário, no qual a identificação do controle tende a apresentar contornos menos nítidos, poderia se considerar a introdução de gatilho percentual objetivo, a exemplo do patamar de 30% (trinta por cento) adotado pelo *UK Takeover Code*, em complemento ao critério qualitativo vigente. A adoção de parâmetro quantitativo conferiria maior previsibilidade ao instituto. Alternativamente, poder-se-ia seguir o modelo adotado pelo Regulamento do Novo Mercado[531] ou pelo Regulamento do Nível 2[532] na definição de controle, de forma a evitar controvérsia a respeito da incidência do art. 254-A aos casos de alienação de controle minoritário.

Por fim, a crescente globalização dos mercados de capitais e a intensificação de operações transnacionais evidenciam a relevância da convergência regulatória entre jurisdições. O modelo legal brasileiro, ao combinar o critério qualitativo de aferição do controle com regras específicas de precificação e extensão, diferencia-se tanto dos sistemas europeus quanto do norte-americano. Dessa forma, eventuais reformas do art. 254-A da Lei das S.A. deveriam

531 "§1º Para os fins desta seção, entende-se por controle e seus termos correlatos o poder efetivamente utilizado por acionista de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida."

532 "Poder de Controle" significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante."

considerar as melhores práticas internacionais sem desconsiderar as particularidades do mercado nacional, de modo a conciliar a proteção efetiva dos acionistas minoritários com a manutenção da atratividade do Brasil como destino de investimentos estrangeiros.

8. CONCLUSÃO

O art. 254-A é fruto de trajetória histórica singular: o art. 254 original vigorou de 1976 a 1997, foi revogado no contexto das privatizações e, em 2001, reintroduzido em modelo que permanece em vigor até hoje. Nesse período, a jurisprudência da CVM consolidou parâmetros centrais para sua aplicação, conferindo-lhe maior previsibilidade de incidência, apesar da inegável existência de fragilidades no modelo vigente do instituto.

Nesse sentido, as perspectivas futuras parecem passar pela maior articulação entre o regime legal e os segmentos especiais de listagem da B3, notadamente o Novo Mercado, que já prevê o *tag along* integral para as companhias dele participantes.

Essa interação entre lei e autorregulação aponta para a permanente evolução dos mecanismos de proteção aos acionistas minoritários no mercado de capitais brasileiro e, por mais contraditório que possa parecer, uma eventual aproximação à redação original do art. 254 não representaria um retrocesso, mas, ao contrário, poderia significar uma atualização aos preceitos contemporâneos de governança corporativa.

Em síntese, o art. 254-A mantém plena vitalidade às vésperas de completar vinte e cinco anos de sua reintrodução, e aperfeiçoamentos pontuais, à luz da experiência acumulada nessas duas décadas e meia, podem reforçar sua vocação protetiva sem sacrificar a eficiência das operações de mercado.

ANÁLISE PRÁTICA DA APLICAÇÃO DO ARTIGO 256 E SISTEMÁTICA PROCEDIMENTAL

Fernanda Cirne Montorfano Gibson[533]

Victor Guita Campinho[534]

1. INTRODUÇÃO

O artigo 256 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das S.A.) constitui um daqueles dispositivos legais que, à primeira vista, não parece suscitar maiores controvérsias de ordem teórica ou prática. Todavia, a despeito de sua redação ter permanecido substancialmente inalterada desde a edição do diploma legal, o referido artigo ainda enseja dúvidas e dificuldades interpretativas quando de sua aplicação aos casos concretos.

Na prática profissional, nas operações de aquisição de controle de sociedades por companhias abertas que potencialmente ensejam a incidência do artigo 256, invariavelmente os participantes da operação (administradores e controlador da companhia adquirente, assessores financeiros e, por vezes, os próprios alienantes do controle da sociedade-alvo) formulam questionamentos dos mais diversos acerca da efetiva incidência do dispositivo, das obrigações dele decorrentes, bem como das consequências e dos procedimentos a serem observados.

No entanto, a despeito de despertar discussões e dúvidas práticas, trata-se de artigo pouco discutido em doutrina e, embora com um pouco mais de frequência, em precedentes da CVM. Há dois célebres artigos a respeito do dispositivo elaborados por Paulo Cezar

533 Sócia em TozziniFreire Advogados.

534 Counsel em TozziniFreire Advogados, Mestre em Direito Empresarial pela UERJ, Doutorando em Direito Empresarial pela USP.

Aragão[535-536], porém, para além dessas contribuições, as considerações doutrinárias limitam-se aos livros de comentários à Lei das S.A., sem maiores detalhes sobre aspectos procedimentais.

Diante desse cenário, entende-se que a tentativa de sistematizar o dispositivo e seu procedimento de aplicação é uma contribuição valiosa para balizar a sua observância na prática.

Com vistas a uma análise que se pretende útil, a ser apresentada de forma concisa, o presente artigo está dividido nas seguintes seções, para além desta Introdução: 2. Fundamento Teórico do Artigo 256; 3. Requisito de Eficácia ou Responsabilidade dos Administradores; 4. Critérios de Verificação da Incidência; 5. Responsabilidade pela Apuração dos Critérios e Laudo de Avaliação; 6. Direito de Retirada; 7. Modalidades de Controle e Forma de Aquisição; 8. Aspectos Relacionados a Preço; 9. Conclusão.

2. FUNDAMENTO TEÓRICO DO ARTIGO 256

A exposição de motivos da Lei das S.A. apresenta, em sua Seção VI, comentários acerca do valor intrínseco ao "poder de controle" de uma sociedade anônima e da possibilidade de que operações envolvendo a alienação do controle das sociedades anônimas representem, em determinados casos, apropriação dos intangíveis da companhia pelos alienantes do controle. O referido texto reconhece expressamente um valor econômico próprio ao controle, mas, simultaneamente, admite a possibilidade de que operações dessa natureza possam resultar em prejuízo aos acionistas minoritários, a depender de sua estrutura.

535 ARAGÃO, Paulo Cezar; LEÃO DE SALLES, Denise C. "*Uma leitura sistemática do artigo 256 da Lei das S.A*". In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; SANTOS ARAGÃO, Leandro. Direito Societário – Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 227. p. 225-240.

536 ARAGÃO, Paulo Cezar. "*Algumas questões relativas à aplicação do Art. 256 da Lei das Sociedades por ações*". In: CASTRO, Rodrigo R Monteiro de et al, (org.). Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2021. v. 2, p. 153-168.

Diante de tais considerações, a exposição de motivos elenca as regras que disciplinam a compra e venda de controle societário, dentre as quais figura o artigo 256.

O artigo 256 versa sobre a aquisição, por companhia aberta, do controle de outras sociedades. O fundamento para a submissão dessa modalidade de operação à Assembleia Geral não se extrai, contudo, das considerações constantes da exposição de motivos.

Os elementos centrais que ensejam a obrigatoriedade de submissão à Assembleia Geral são: (i) caracterização de investimento relevante para a companhia aberta adquirente; ou (ii) preço de aquisição que seja considerado como "ágio excessivo", consoante os parâmetros elencados no inciso II do dispositivo.[537]

A doutrina costuma fundamentar a necessidade de submissão dessa modalidade de operação à Assembleia Geral no risco de que a compra do controle envolva preços elevados, com pagamento de ágio excessivo[538].

---

537 "*Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembléia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:*
I - O preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou
II - O preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:
a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação; de 1997)
b) valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º);
c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187 n. VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente."

538 Como ensina José Luiz Bulhões Pedreira, "*a função desse artigo no sistema da lei é proteger os interesses dos acionistas contra os prejuízos decorrentes da aquisição do controle de outra sociedade mercantil por preço excessivo, e ele resulta da observação de casos em que a compra de controle de sociedades for usada como instrumento de distribuição disfarçada de lucros em favor do acionista controlador, ou de pessoas a ele ligadas; como o valor do bloco de controle de cada sociedade não pode ser facilmente estabelecido com base em avaliações objetivas, mas depende, em boa parte, de considerações subjetivas do vendedor e do adquirente,* ***o negócio de compra do controle presta-se à fixação de preços exagerados****, ajustados - mediante conluio entre vendedor e comprador – com a finalidade de transferir recursos do patrimônio da companhia*." (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. "*Aquisição de Controle de Sociedade Mercantil. Requisito legal de aprovação pela Assembléia Geral. Caracterização como investimento relevante. Valor de lucro líquido de ação*". In: LAMY FILHO, Alfredo;

Portanto, o fundamento do dispositivo reside em evitar que a administração, em nome da companhia, pague um ágio potencialmente excessivo na aquisição do controle da sociedade[539], modalidade de operação societária em que tal risco se materializa com maior frequência[540]. Caso o elemento *preço* se afigure relevante para a adquirente (inciso I) ou indique a possibilidade de ágio excessivo (inciso II), há risco de que a administração esteja pagando um sobrepreço pelo controle da sociedade-alvo ou utilizando recursos sociais em demasia para a compra do controle societário, o que impõe a aprovação pelos acionistas.

Esse requisito de aprovação pelos acionistas possivelmente decorre do reconhecimento de que administradores, por vezes, possuem incentivos pessoais para adquirir o controle de diversas sociedades, ampliando, dessa forma, seu poder de influência. A esse fenômeno, a doutrina estrangeira atribuiu a denominação de "império da administração".[541]

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*: pressupostos, elaboração, aplicação. v. II. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 687). (grifos nossos)

539 A respeito, é válido destacar que, no âmbito do Processo CVM nº RJ2002/07888, o Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro fundamentou o artigo 256 no fato de que o controlador possui responsabilidades adicionais. A assunção das responsabilidades adicionais pelo controlador é que fundamentaria, na visão do ex-Diretor da CVM, a exigência de deliberação assemblear. Discordamos desse entendimento, pois, se fosse esse o caso, o parâmetro preço seria indiferente. O relevante seria o conjunto de responsabilidades assumidas pela companhia aberta que se tornou controladora da outra sociedade, e isto independeria do preço pago ou mesmo do caráter oneroso da operação, pois seria equivalente até mesmo no caso de aquisição gratuita.

540 Conforme trecho do voto do Diretor Relator do Processo CVM n.º RJ 2010/14254, Otávio Yazbek: "*O referido dispositivo traz uma proteção, especialmente para os acionistas minoritários, em uma situação – a aquisição de controle de outra sociedade – que pode ser bem menos transparente e trazer alguns riscos de abuso que talvez não existam com a mesma intensidade quando da aquisição de outros ativos. Este seria um dos motivos pelos quais a compra de ativos em geral tende a ser de competência exclusiva da administração, enquanto a compra de controle de uma sociedade demanda, em determinados casos, a adoção dos mecanismos de controle acima referidos.*"

541 Sobre o fenômeno do "império da administração" (*empire building*), Eduardo Secchi Munhoz explica que determinadas aquisições podem ser "consequência de comportamentos oportunistas, pautados pela busca de interesses pessoais dos administradores em detrimento dos acionistas (v.g., aquisições cujo objetivo é 'construir impérios', de modo a aumentar o poder e benefícios dos administradores, ou aquisições que visam a utilizar o caixa-livre em excesso da companhia adquirente)"

3. REQUISITO DE EFICÁCIA OU RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES

Assentado o fundamento teórico que, a nosso ver, justifica a existência do artigo 256, passamos à segunda discussão, ainda de caráter conceitual.

Sem a pretensão de apresentar uma definição acerca da interpretação mais adequada – cuja discussão demandaria um trabalho focado exclusivamente nesse aspecto –, é imprescindível apontar para a existência dessa controvérsia: a aprovação assemblear prevista no artigo 256 constitui uma condição de eficácia para o negócio jurídico de aquisição, sem a qual este não produzirá efeitos, ou constituiria tão somente um centro de imputação de responsabilidade aos administradores?

A discussão decorre de uma aparente dissonância entre o *caput* do dispositivo e o seu parágrafo primeiro.

O *caput* do dispositivo determina que a "compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, **dependerá de deliberação da assembleia geral** da compradora, especialmente

---

(MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 157).

MCCAHERY, J., RENNEBOOG, L., RITTER, P., HALLER, S. The Economics of the Proposed European Takeover Directive. *in* FERRARINI, Guido *et al. Reforming Company and Takeover Rule in Europe*. Oxford: Oxford Press, 2004. p. 611-612.

Também nesse sentido, mas com outro viés, o voto do Diretor Relator Eli Loria, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/03: "*O dispositivo tem por função agir como mecanismo para dificultar o conluio entre administradores da companhia adquirente e os da companhia a ser adquirida, preservando, destarte, os acionistas da primeira. É um dispositivo com viés eminentemente moralizador, com fulcro à preservação do interesse social, permitindo a discussão da operação pelo corpo acionário.*"

A nosso ver, embora possa haver situações como a descrita no voto acima, o risco desse tipo de conluio não se verifica apenas na compra e venda de controle, mas poderia ocorrer em qualquer operação. Ademais, essa visão representaria uma presunção de que os administradores atuariam sempre de má-fé, em violação aos deveres fiduciários que já lhe são impostos.

O caráter do dispositivo, a nosso ver, é muito mais evitar um ágio excessivo ou uma sobre precificação do valor atribuído ao controle em si, ainda que de boa-fé (crença em sinergias, na capacidade de gerir melhor a sociedade adquirida, dentre outros) ou por um viés e incentivos inconscientes que estimulem a disposição dos administradores a pagarem mais pelo controle, do que conluios de má-fé com as contrapartes.

convocada para conhecer da operação". A locução "dependerá de deliberação da assembleia geral" indicaria que a deliberação assemblear constitui requisito de eficácia, de forma análoga à previsão legal para os efeitos de reorganizações societárias no que concerne à aprovação dos debenturistas[542]. Essa é a posição de Paulo Cezar Aragão[543].

Por outro lado, o parágrafo primeiro indica que:

> A proposta ou o contrato de compra, acompanhado de laudo de avaliação, observado o disposto no art. 8º, §§ 1º e 6º, será submetido à prévia autorização da assembléia-geral, **ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores**, instruído com todos os elementos necessários à deliberação.

O dispositivo, ao mesmo tempo em que não estipula prazo para a submissão do contrato ou proposta à Assembleia Geral, prevê a responsabilização dos administradores caso não procedam à referida submissão.

Nessa linha, pode-se sustentar que, como são os próprios administradores que negociam ou celebram o contrato de compra e venda para submissão à Assembleia Geral, caso o artigo disciplinasse a referida aprovação como requisito de eficácia, a ausência de submissão à Assembleia Geral representaria tão somente a ineficácia da operação, sem produção de efeitos. Nesse caso, não haveria que se

542 *Art. 231. A incorporação, fusão ou cisão da companhia emissora de debêntures em circulação dependerá da prévia aprovação dos debenturistas, reunidos em assembléia especialmente convocada com esse fim.*
§ 1º Será dispensada a aprovação pela assembléia se for assegurado aos debenturistas que o desejarem, durante o prazo mínimo de 6 (seis) meses a contar da data da publicação das atas das assembléias relativas à operação, o resgate das debêntures de que forem titulares.

543 "*E, por fim, a realização da assembléia geral do art. 256 constitui condição de eficácia do negócio jurídico. No limite, o exercício ulterior do direito de recesso pelos acionistas poderá inviabilizar a continuidade da empresa.*". ARAGÃO, Paulo Cezar. *Uma leitura sistemática do artigo 256 da Lei das S.A.* In: Direito societário: desafios atuais, coautoria: Denise Chachamovitz de Salles. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 240. (grifos nossos)

falar em "responsabilidade dos administradores". Ausente qualquer efeito da operação, pelo que responderiam os administradores?

Na hipótese de operações cuja competência para aprovação da Assembleia Geral seja sempre prévia, mas os efeitos estejam condicionados à aprovação de outra instância societária, como no caso de operações de reorganização societária ou alterações de vantagens das ações preferenciais, caso os administradores deixem de convocar a Assembleia Geral de debenturistas ou de preferencialistas após a aprovação pela Assembleia Geral Extraordinária da Companhia, estariam impedindo a produção dos efeitos de uma operação aprovada em Assembleia Geral. Nesse caso, poder-se-ia cogitar da combinação de ineficácia com responsabilização dos administradores, uma vez que a operação foi objeto de aprovação assemblear prévia e não pôde ser implementada por desídia dos administradores, ocasionando prejuízos, efetivos ou potenciais, à companhia e/ou aos acionistas.

Todavia, na hipótese do artigo 256, em sendo o contrato celebrado previamente pela própria administração, situação na qual seria submetida à Assembleia Geral apenas a sua ratificação, a interpretação no sentido de que a ratificação assemblear constituiria condição de eficácia da operação resultaria em um cenário no qual a ausência de convocação pela administração implicaria a falta de eficácia de um ato praticado pela própria administração. Neste caso, apenas haveria que se cogitar da responsabilidade desses administradores se decorresse alguma penalidade à companhia pela não implementação da operação, e não pela mera ausência de convocação assemblear.

Esse foi o entendimento do Colegiado da CVM no julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 39/00, conforme o voto da então Diretora, Norma Parente:

> 16. É desnecessário afirmar que a realização da assembléia não serviria apenas para cumprir mera formalidade, como alegado, mas possibilitaria que os acionistas tomassem conhecimento das reais condições do negócio e esclarecessem todas as

> dúvidas, o que certamente teria evitado os inúmeros questionamentos e as suspeitas de favorecimento que ensejaram, inclusive, a instauração do presente inquérito. A exigência legal, é bom que se diga, não pode sequer ser suprida por publicação de fato relevante, como afirmam os acusados em sua defesa. E a conseqüência pela não realização do conclave, de acordo com a própria lei, é a possibilidade de responsabilização dos administradores.
> 17. Assim, embora o artigo 256 da Lei nº 6.404/76 não mencione expressamente em que prazo deveria ser realizada a assembléia de ratificação, a verdade é que o prazo não pode permanecer indefinido, devendo aplicar-se por analogia o limite de no máximo um ano previsto no parágrafo 1º do artigo 136 para as hipóteses de criação de ações preferenciais ou de alteração de sua direitos, prazo que, aliás, já se esgotou há muito tempo. **Não há, porém, que se questionar a eficácia do ato, pois a lei deu a sanção ao estabelecer que a não realização da assembléia geral acarreta a responsabilidade dos administradores.**

Embora cada um dos membros do Colegiado tenha apresentado ponderações em relação ao voto, parece ter havido consenso de que não se trataria de questão de ineficácia da deliberação. As discordâncias ocorreram, precisamente, quanto à aplicação por analogia do prazo de 1 (um) ano para submissão à Assembleia Geral, previsto no artigo 136, §1º, eis que tal prazo se refere à eficácia da deliberação assemblear original[544].

544 Voto do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro: "*Com relação ao prazo para realização da assembléia, discordo do argumento utilizado pela Diretora-Relatora de analogia ao art 136, parágrafo 1º, porque, antes das alterações sofridas pela Lei nº 6.404/76 com a promulgação da Lei nº 9.457/97, não existia esse prazo, nem para a realização da assembléia a que se refere o art. 256, tampouco no que diz respeito àquelas hipóteses previstas no art. 136. Na ocasião, o legislador só houve por bem fazer modificações na Lei no que diz respeito ao art. 136. Eu acho que essa analogia não deve ser aplicada,* ***até porque foi introduzido o prazo de um ano para tratar da eficácia da deliberação da assembléia*** *quanto às matérias tratadas no aludido artigo, que depende de prévia aprovação, ou ratificação.*" (grifamos)

Em que pese o entendimento acima, cumpre mencionar a consideração constante de observação pontual na manifestação de voto apresentada pelo então Presidente da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano, em processo apreciado anteriormente ao acima citado, na qual o Presidente indica que a deliberação assemblear seria condição de validade – e, portanto, não especificamente de eficácia – da aquisição do controle[545].

A controvérsia ora apresentada está longe de ser trivial ou meramente acadêmica. A depender do entendimento adotado, os efeitos da não aprovação podem variar substancialmente.

Para aqueles que se filiam à corrente de que a aprovação assemblear constitui requisito de eficácia, a ausência de aprovação – seja pela falta de convocação, seja pela rejeição – resultaria na impossibilidade de produção de quaisquer efeitos relativos à compra e venda e, em caso de efeitos eventualmente produzidos de forma irregular, no desfazimento do negócio e de todos os seus efeitos, com o retorno ao *status quo ante*.[546]

Voto do então Presidente Marcelo Trindade: "*Acompanho a declaração de voto do Diretor Wladimir Castelo Branco* ***quanto à inexistência do prazo de um ano para ratificação da aquisição em Assembléia, que pelo voto da Diretora Relatora derivaria de aplicação analógica do art.136****. Em outras palavras:* ***a aquisição da Carto pela Plascar Ltda. ainda pode merecer ratificação pelos acionistas da Plascar S.A.***

Esta foi a principal razão pela qual votei contra a aceitação da proposta de Termo de Compromisso apresentada pelos defendentes. Não pude enxergar naquela proposta o que me parecia o mínimo indispensável, que seria a disposição da companhia de, finalmente, convocar Assembléia para ratificar a aquisição. Decerto a Plascar terá suas razões para não tê-lo feito — eventualmente preocupações com reabertura dos prazos prescricionais e dos debates sobre a aquisição. Pouco importa. O fato é que sem que se atendesse a esse mínimo parecia-me impossível aceitar o Termo de Compromisso.

A meu juízo, a ***aplicação analógica do art.136 — cujo § 1º condiciona a eficácia da deliberação assemblear sobre determinadas matérias à aprovação ou à ratificação, no prazo de um ano, por acionistas preferencialistas — resultaria na ineficácia da deliberação que deveria ser ratificada. Ou seja, a aplicação analógica desse artigo teria como conseqüência inafastável, justamente, a perda dos efeitos da deliberação que deveria ser ratificada, levando à conclusão pela ineficácia do negócio de compra e venda****."* (grifamos)

545 Processo CVM nº RJ 2002/07888

546 A respeito da consequência da não verificação de uma condição de eficácia, Antônio Junqueira de Azevedo ensina que os "fatores de atribuição da eficácia em geral" são "aqueles sem os quais o ato praticamente nenhum efeito produz", de modo que, "durante a ineficácia, poderá haver a possibilidade de medidas cautelares, mas,

Considerando que os requisitos para incidência do artigo 256 constituem informação que qualquer agente minimamente informado e sofisticado, na qualidade de alienante do controle da sociedade-alvo, seria capaz de verificar, não é possível sustentar que os alienantes constituiriam terceiros de boa-fé, de modo a preservar seus direitos e os efeitos já produzidos.

No limite, sendo impossível o desfazimento, não apenas os administradores poderiam ser responsabilizados, mas também os alienantes que não lograssem demonstrar sua boa-fé e a impossibilidade ou inexigibilidade de conhecimento quanto à necessidade de aprovação assemblear poderiam responder por perdas e danos em face da companhia adquirente.

Por outro lado, na hipótese de se interpretar o dispositivo estritamente como regra de alocação de responsabilidade, a compra e venda poderia produzir seus efeitos regularmente, não cabendo qualquer medida em face dos alienantes ou tentativa de desfazimento. Mesmo em caso de rejeição posterior pela Assembleia Geral, o negócio permaneceria válido e eficaz. O que decorreria de tal rejeição ou da ausência de deliberação seria a possibilidade de responsabilização dos administradores no âmbito da CVM e, em caso de comprovação de prejuízos à companhia, sua responsabilidade civil nos termos do artigo 158 da Lei das S.A.

A questão é complexa e merece aprofundamento em sede doutrinária e jurisprudencial, para que se alcance o sentido mais adequado da norma nesse aspecto.

---

quanto aos efeitos do negócio, nem se produzem os efeitos diretamente visados, nem outros, substitutivos deles" (AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio Jurídico: Existência, Validade e Eficácia.* 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 57). Nessa linha, se houver os elementos de existência e os requisitos de validade estiverem preenchidos, mas faltar um fator de eficácia, "o negócio existe, é válido, mas ineficaz" (ob. cit., p. 63).

4. CRITÉRIOS DE VERIFICAÇÃO DA INCIDÊNCIA

O artigo 256 estipula critérios de duas ordens para verificação da obrigatoriedade de submissão da operação à Assembleia Geral da companhia aberta adquirente.

Antes de proceder à análise de cada um dos critérios, é fundamental assentar que a Lei não veda a aquisição do controle de sociedades com preços superiores aos parâmetros indicados no dispositivo, tampouco encerra juízo de valor quanto à legalidade, adequação, conveniência ou mesmo comutatividade de aquisições com preços superiores aos parâmetros do inciso II do artigo 256. Nada impede que uma aquisição a preços superiores se afigure vantajosa e realizada no melhor interesse da companhia.

A única consequência do atingimento dos referidos parâmetros de preço é a necessidade de submissão da operação à Assembleia Geral, assegurando, dessa forma, a transparência e a possibilidade de os acionistas tomarem conhecimento, avaliarem e deliberarem sobre a matéria, inclusive exercendo o direito de retirada se discordarem do preço, nas hipóteses do inciso II do dispositivo, além de instituir um centro de imputação de responsabilidade para a administração.

4.1. CRITÉRIO DO INVESTIMENTO RELEVANTE

O primeiro critério é o de investimento relevante. Conforme o parágrafo único do artigo 247 da Lei das S.A., consideram-se investimentos relevantes, para fins de reporte nas notas explicativas das demonstrações financeiras: (a) o investimento em cada sociedade controlada ou coligada, caso o valor contábil seja superior a 10% do valor do patrimônio líquido da companhia; e (b) o investimento em um conjunto de sociedades coligadas e controladas, caso o valor contábil seja igual ou superior a 15% do patrimônio líquido da companhia.

Como o artigo 256 trata da aquisição do controle de uma sociedade, constituirá investimento relevante para a adquirente a

hipótese em que o preço de aquisição pago pelo controle da sociedade-alvo represente 10% ou mais do patrimônio líquido da adquirente.

Quanto à segunda hipótese de investimento relevante, prevista na alínea "b" do parágrafo único do artigo 247, conforme entendimento amplamente dominante em doutrina, não é aplicável para os fins do artigo 256.

A nosso ver, o parâmetro deve ser apurado considerando-se o patrimônio líquido contábil consolidado da adquirente, pois é este que leva em consideração a consolidação dos investimentos em controladas, que, muitas vezes, podem representar parcela relevante do patrimônio líquido da companhia aberta.

4.2. CRITÉRIOS DO ÁGIO

O inciso II do artigo 256 busca identificar eventual ágio no preço de compra, a partir de três parâmetros determinados, com a finalidade de apurar se o ágio é potencialmente excessivo. Na hipótese de ágios que extrapolem os parâmetros definidos no inciso II, há elementos que apontam para a possibilidade de se tratar de ágio excessivo, atraindo a competência assemblear.

Para a verificação, deve-se considerar sempre o comparativo entre o preço de aquisição negociado e os parâmetros relativos à sociedade-alvo. Portanto, diferentemente do que ocorre no inciso I, em que o parâmetro comparativo é o patrimônio líquido contábil da adquirente, no inciso II os parâmetros são apurados no âmbito da sociedade-alvo.

Os critérios são: (a) cotação média das ações da sociedade adquirida em bolsa de valores nos 90 (noventa) dias anteriores à data da celebração do contrato; (b) valor do patrimônio líquido por ação ou quota da sociedade adquirida, avaliado a preços de mercado; e (c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não pode ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido por ação ou quota apurado nos dois exercícios sociais anteriores, atualizado monetariamente.

Conforme o inciso II, caso o preço ultrapasse uma vez e meia (150%) o maior dos três parâmetros, há incidência do artigo 256.

Para fins do cálculo dos parâmetros do inciso II, caso se verifique que o preço de aquisição não atingiu 150% do valor apurado com base em um dos critérios utilizados, não há necessidade de proceder ao cálculo dos demais. Isso porque a Lei estabeleceu que o preço de aquisição não pode extrapolar uma vez e meia o *maior* dentre os valores apurados com base em tais parâmetros. Esse entendimento já foi expressamente manifestado pela Superintendência de Relações com Empresas - SEP[547].

4.2.1. COTAÇÃO MÉDIA EM BOLSA DE VALORES

O critério da cotação média em bolsa é aplicável exclusivamente quando a sociedade-alvo for igualmente companhia aberta e tiver suas ações listadas em bolsa de valores.

Trata-se do critério mais objetivo e de simples verificação. Para tanto, deve-se apurar o preço de aquisição dividido por ação objeto da aquisição e compará-lo com a cotação média das ações nos 90 (noventa) dias anteriores.

Embora o dispositivo legal não especifique, afigura-se evidente que a cotação média deve ser a média ponderada pelo volume, assumindo o preço efetivo das negociações realizadas durante o período de 90 (noventa) dias, e não a cotação média de abertura ou fechamento.

Da mesma forma, o dispositivo indica que o prazo de 90 (noventa) dias deve ser apurado a partir da data de contratação.

547 Manifestação da SEP no Processo CVM n.º RJ 2010/14254: "*A respeito da comparação do inciso II, ressalta-se que se o preço médio de cada ação ou quota adquirida* ***já for menor*** *do que uma vez e meia o valor obtido com base em uma das referidas alíneas 'a', 'b' ou 'c', não haverá necessidade de se calcular os outros dois valores. O cálculo de todos os três valores só é necessário quando o referido preço médio for maior do que uma vez e meia um dos critérios. Isso porque, considerando-se que, hipoteticamente, o valor comparativo que se conhece seja o menor dos três parâmetros, se o valor pago é menor do que uma vez e meia tal valor comparativo, certamente será menor que os outros dois (que seriam maiores).*" (grifos no original)

Todavia, o dispositivo prevê que a Assembleia Geral poderá ocorrer após a celebração do contrato, para ratificá-lo, ou antes da celebração, para autorizá-la. Nos casos de a Assembleia Geral ocorrer antes da celebração do contrato, a data de corte para verificação da cotação média deve corresponder aos 90 (noventa) dias anteriores à convocação da Assembleia Geral.

4.2.2. PATRIMÔNIO LÍQUIDO A PREÇOS DE MERCADO

A apuração do valor patrimonial da ação ou quota a preço de mercado deve ser obtida a partir de uma análise do preço de mercado dos ativos exigíveis de forma separada. Trata-se de mecanismo que deve implementar os ajustes ao valor do patrimônio líquido contábil, considerando o preço efetivo que seria possível atribuir a cada ativo e passivo. Para tanto, deve-se simular uma liquidação ordenada da sociedade, estimando-se o preço potencial de alienação (preço de mercado) dos ativos individualmente, caso a sociedade fosse liquidada e o liquidante precisasse aliená-los. Em seguida, devem ser apurados quais seriam os valores efetivos do passivo que deveriam ser pagos na ocasião (incluindo eventuais taxas de desconto pelo pagamento antecipado, por exemplo). Feita a dedução, chega-se ao patrimônio líquido a preço de mercado.

O Anexo C da Resolução CVM nº 215, que disciplina o laudo de avaliação a ser elaborado por ocasião de Ofertas Públicas de Aquisição de Ações (OPA), apresenta uma diretriz para o cálculo do patrimônio líquido a preços de mercado, que pode ser utilizada para os fins do artigo 256[548].

548 "*Art. 16. O valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado deve ser apurado tomando por base a venda ou a liquidação dos ativos e exigíveis separadamente nas seguintes condições:*
I – o valor de mercado deve corresponder ao valor expresso em caixa ou equivalente que seria recebido pela venda dos ativos ou que seria pago pela transferência dos passivos em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data da mensuração; e
II – o valor dos ativos deve ser avaliado em referência aos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada, ou de "equivalentes correntes de caixa", ou seja, não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo.

A respeito da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, cumpre destacar a discussão havida no âmbito do Processo CVM n.º RJ 2010/14254, que tratava da aquisição de sociedades de propósito específico cujo ativo consistia em *shopping centers* específicos. Nesse caso, a SEP entendeu que, para a alienação de determinados ativos que possam constituir unidades produtivas individuais, não seria admissível a utilização do critério de fluxo de caixa descontado para fins da apuração do valor patrimonial a preços de mercado. Seria necessário, pois, o desmembramento dos ativos para avaliar o valor de mercado em caso de alienação de cada ativo separadamente.

Na análise do Recurso pelo Colegiado, entendeu-se que, para determinados ativos específicos, é impossível realizar a avaliação do preço de mercado sem se utilizar, em alguma medida, da perspectiva de rentabilidade, fluxo de caixa descontado ou uma valoração do aviamento intrínseco àquele ativo. Isso porque o valor do patrimônio líquido a preços de mercado deve considerar o valor potencial de venda de cada ativo. Determinados ativos podem e devem ser vendidos em conjunto e o preço de venda, invariavelmente, estará fundamentado na capacidade de geração de renda futura do ativo. Conforme esse entendimento, não seria necessário chegar ao limite de se segregar cada linha do ativo para calcular o preço de venda individual (por exemplo, no caso dos *shopping centers*, considerar apenas o preço

---

(...)
Art. 18. As seguintes bases de avaliação devem ser observadas nas diferentes classes de itens:
I – ativos monetários, como caixa, equivalentes de caixa e créditos a receber, avaliados pelo valor justo, ou seja, o valor pelo qual um ativo poderia ser negociado entre partes independentes e interessadas, conhecedoras do assunto e dispostas a negociar, numa transação normal, sem favorecimentos e com isenção de outros interesses;
II – ativos não monetários, como terrenos, edificações, propriedades, máquinas, instalações além de intangíveis, como marcas e patentes, pelo valor provável de realização;
III – passivos monetários, como dívidas, débitos a pagar, avaliados pelo valor justo, conforme definido no inciso I; e
IV – contingências, como ações contra o estado sobre questões tributárias e outras questões judiciais, avaliados segundo o desfecho mais provável.
Parágrafo único. Na hipótese do inciso I, caso não seja possível identificar o mercado, esses itens podem, como segunda alternativa, ser avaliados pelo cálculo do valor presente dos recebimentos que reflita as atuais avaliações do mercado quanto ao valor do dinheiro no tempo e os riscos específicos."

do metro quadrado)[549], podendo-se considerar o preço de mercado daquela unidade produtiva ou aquele ativo considerado em conjunto.

4.2.3. RENTABILIDADE DA AÇÃO OU QUOTA

O terceiro critério deve ser apurado comparando-se o preço de compra por ação com a perspectiva de rentabilidade futura da ação, o que poderia ser apurado a partir de uma avaliação futura com base

549 Voto do Diretor Relator, Otávio Yazbek: "*Em suma, entendo que (i) a avaliação do PL a preços de mercado, para os efeitos da alínea "b" do inciso II do art. 256 da Lei n.º 6.404/1976 não demanda que se chegue ao ponto de presumir o desmonte de ativos que, integrando o patrimônio da sociedade, correspondam a unidades produtivas e que sejam, como tais, passíveis de alienação; e (ii) no caso desses ativos, a sua avaliação por um método como o fluxo de caixa descontado não se mostra incoerente com o fato de que a avaliação da sociedade que os detém deva ser efetuada pela metodologia do PL a preços de mercado, sendo, ao contrário, a forma de apreçar esse tipo de bem para negociação em mercado.*"
Manifestação de voto da Diretora Ana Novaes: "*O que seria então uma avaliação dos ativos em uma liquidação ordenada no caso em tela? Para a Área Técnica, o shopping deveria ser dividido em "partes" e as lojas avaliadas independentemente. Não está claro, na manifestação da Área Técnica, se na avaliação de cada loja poder-se-ia considerar o fluxo de caixa descontado gerado por estes imóveis. Aparentemente não, pois usar este critério significaria adotar o critério de fluxo de caixa descontado e não o de PL a mercado. E aqui estamos diante de uma questão de ordem prática. Se não for por fluxo de caixa descontado, o que seria, o valor do metro quadrado de uma loja equivalente? Mas onde se obteria o valor desta loja equivalente sem a existência de um mercado ativo e líquido para este ativo? É claro que os diferentes valores por metro quadrado negociados em uma determinada cidade refletem o valor da propriedade e o valor da renda esperada decorrente da posse daquela propriedade. Estamos de volta ao fluxo de caixa descontado.*
(...)
11. Em suma, entendo, que, em geral, a melhor forma de avaliar determinada "unidade de negócio" sem um mercado ativo e líquido, tal como um shopping, seja o fluxo de caixa de seus contratos considerando que estas lojas estão neste shopping. Para se chegar ao valor do PL a mercado para efeito do art. 256, em adição ao valor do ativo shopping, somam-se os outros ativos e passivos da sociedade detentora do shopping.
12. Contudo alguns potenciais ativos não podem ser incluídos na avaliação do PL a mercado quando se utiliza o critério do fluxo de caixa descontado para se avaliar determinada "unidade de negócio". Não se devem considerar intangíveis, tais como ágio por expectativa de rentabilidade futura; sinergias decorrentes da operação pelo adquirente de vários shoppings; mudanças no mix das lojas do shopping; eventuais ganhos pelo uso de uma bandeira como a BR Malls; ganhos potenciais decorrentes da renegociação da dívida associada ao shopping devido ao fato de que o adquirente goza de um risco de crédito melhor no mercado; ganhos com possível planejamento fiscal decorrente da aquisição de uma determinada entidade; etc."

no critério de fluxo de caixa descontado[550], sem, necessariamente, guardar relação com o resultado efetivamente apurado nos exercícios anteriores.

No entanto, como o dispositivo estipula que a perspectiva de rentabilidade não pode ser superior a 15 (quinze) vezes a média do lucro líquido por ação nos dois exercícios anteriores, na prática, o cálculo é sempre realizado com base nessa métrica. Para tal, apura-se o lucro líquido por ação ou quota dos dois exercícios anteriores, atualiza-se monetariamente, e calcula-se a média, multiplicando o resultado por 22,5 (uma vez e meia multiplicado por quinze vezes).

Há entendimento doutrinário de que esse critério seria inaplicável em dois cenários: (i) se a sociedade tiver apurado prejuízo nos dois exercícios anteriores, uma vez que o resultado será um valor negativo; e (ii) caso a sociedade tenha sido constituída há menos de dois anos[551].

Em relação ao segundo ponto, nós discordamos sobre a inaplicabilidade, uma vez que, se a sociedade tiver sido constituída há menos de dois anos, mas tiver resultado de um exercício já encerrado, o lucro líquido poderá ser considerado. Nesse caso, deve-se considerar o lucro líquido do exercício no qual ela já existia.

Nesse sentido, caso a sociedade tenha sido constituída no decorrer de um exercício social para o qual tenha elaborado demonstrações financeiras e apurado resultado, e exercido atividade durante o exercício social subsequente, para o qual também tenha apurado resultado, deve-se calcular a média do lucro líquido apurado para os dois exercícios nos quais a sociedade exerceu atividades. Ainda que isso resulte em uma média potencialmente inferior àquela que seria apurada considerando dois exercícios sociais de forma integral, uma vez que se consideraria o resultado apurado a partir da operação da sociedade em apenas parte de um dos exercícios sociais, tal

550 Eizirik, Nelson. *M&A – Regime Societário e Contratual*. São Paulo: Quartier Latin, 2024. p. 157

551 LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades Por Ações Anotada*. Vol. II, 5ª Ed., São Paulo: Societatis Edições, 2017, p. 1.144.

circunstância não representa nenhum prejuízo, uma vez que o artigo 256 determina que a apuração deve ser feita com relação ao maior dos três parâmetros.

Portanto, se o cálculo do lucro líquido apurado no curso do exercício no qual a companhia foi constituída, a partir da sua atividade durante poucos meses, resultar em uma média inferior, ainda pode-se evitar a incidência do artigo 256 com base nos outros dois parâmetros. Por outro lado, caso a sociedade tenha apurado lucro substancial no exercício social no qual exerceu atividade de forma integral e, ainda, lucro no exercício social no qual foi constituída e exerceu atividade apenas em parte dos meses, pode-se afastar a incidência do artigo 256 a partir da perspectiva de rentabilidade da sociedade, ainda que os demais parâmetros estejam abaixo de uma vez e meia o preço pago por ação.

No cenário em que a sociedade tenha sido constituída um ano ou menos antes da operação, há duas possíveis alternativas: (i) considerar o lucro líquido por ação apenas do exercício no qual a sociedade já existia; ou (ii) considerar o lucro líquido por ação no exercício no qual a sociedade já havia sido constituída e considerar como "zero" o lucro líquido no exercício anterior, procedendo-se à média. A nosso ver, a alternativa (i) se afigura mais racional e compatível com a finalidade do dispositivo. Em todo caso, seria necessário que a sociedade tenha apurado o resultado ao menos para um exercício social já encerrado, ainda que tenha sido constituída no curso de tal exercício social. Caso a operação se realize no próprio exercício de constituição da sociedade, o parâmetro da perspectiva de rentabilidade não seria aplicável, pois sequer há lucro líquido de exercício social encerrado para ser considerado, mas apenas lucros acumulados do exercício em curso.

5. COMPETÊNCIA PARA APURAÇÃO DOS CRITÉRIOS E LAUDO DE AVALIAÇÃO

Como o parágrafo primeiro do dispositivo menciona que, em caso de necessidade de submissão da operação à Assembleia

Geral, a convocação deve ser acompanhada de laudo de avaliação da sociedade adquirida, é usual entre os participantes do mercado o entendimento de que seria necessária a verificação do atingimento – ou não atingimento – dos parâmetros do artigo 256, em especial do inciso II, por meio de laudo de avaliação. Embora compreensível, esse entendimento decorre de leitura equivocada do dispositivo.

Não há necessidade de contratação de laudo de avaliação para apuração dos critérios do inciso II do artigo 256, uma vez que incumbe à própria administração da companhia aberta adquirente realizar esses testes, tanto para fins de análise da eventual necessidade de submissão à Assembleia Geral, quanto para fins de verificação da incidência do direito de retirada (art. 256, §2º), na hipótese de a necessidade de deliberação assemblear já restar verificada a partir do critério de investimento relevante.[552]

Interpretação em sentido contrário conduziria à conclusão de que toda e qualquer compra de controle de sociedade por companhia aberta depende de laudo de avaliação, ainda que o artigo 256 não incida e a deliberação assemblear não se faça necessária, pois para atestar a não incidência do dispositivo já seria necessária a elaboração de laudo de avaliação.

Nada impede, no entanto, que seja contratado um laudo de avaliação para tal finalidade, como forma de resguardar a administração de eventual responsabilização, em especial em situações nas quais a verificação dos parâmetros seja mais complexa ou os valores de compra e de algum dos critérios sejam muito próximos.

Isso é usual nas situações em que a operação deve ser submetida à Assembleia Geral por força do inciso I (investimento relevante), casos em que o laudo de avaliação será obrigatório, embora ainda não se tenha realizado o cálculo dos parâmetros do inciso II para verificação da eventual incidência do direito de retirada. Todavia, trata-se de faculdade, e não de requisito legal, pois nada obsta que a administração realize os cálculos e informe que não foram atingidos os

552 Eizirik, Nelson. *M&A – Regime Societário e Contratual*. São Paulo: Quartier Latin, 2024. p. 158-160

parâmetros do inciso II, motivo pelo qual inexistirá direito de retirada para os acionistas dissidentes.

No mesmo sentido, não há qualquer obrigatoriedade de que o laudo de avaliação proceda à apuração com base nos parâmetros do inciso II do artigo 256. O laudo de avaliação do parágrafo 1º constitui laudo de caráter estritamente informativo, para subsidiar a decisão dos administradores, não influencia no preço a ser pago, tampouco na apuração dos parâmetros do inciso II.[553] Pode, por exemplo, o avaliador entender que o critério mais adequado para avaliar a sociedade adquirida é o valor econômico apurado com base em múltiplos de mercado, e o laudo será efetuado com base nesse critério. Pode, igualmente, o avaliador concluir que o critério mais adequado é o fluxo de caixa descontado, e o laudo seguirá esse critério.

Em sentido contrário, vale destacar a decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PAS CVM nº RJ2013/6294, julgado em 14 de novembro de 2017, no qual, acompanhando o voto do Diretor Relator Pablo Renteria, o Colegiado entendeu que o laudo de avaliação do §1º do artigo 256 deveria ser realizado com base nos critérios do inciso II, para permitir a verificação sobre eventual incidência do direito de retirada. Com as devidas vênias, esse entendimento não deve prosperar, posto não haver qualquer exigência legal nesse sentido.

Em sentido oposto, o Ofício-Circular Anual da SEP (versão 2026) destaca:

> O laudo exigido pelo parágrafo 1º do artigo 256 a Lei nº 6.404/76 não se confunde com a avaliação exigida pelo parágrafo 2º do mesmo artigo, uma vez que sua função é subsidiar a decisão dos acionistas em aprovarem ou não a operação, dando um balizamento ou justificando o preço de compra, devendo ser elaborado pelo critério que os administradores entenderem ser o que melhor avalia aquele investimento.

553 Eizirik, Nelson. *M&A – Regime Societário e Contratual*. São Paulo: Quartier Latin, 2024. p. 159

Na prática, todavia, quando há efetiva submissão da operação à Assembleia Geral, o mais usual é que o laudo de avaliação apresente o preço por ação ou quota da sociedade adquirida com base em cada um dos critérios previstos nas alíneas do inciso II. Em vista da decisão do Colegiado acima, entendemos que este seria o mais recomendável, ao menos até que haja consolidação da revisão do entendimento.

6. DIREITO DE RETIRADA

Conforme mencionado, caso o preço de compra extrapole uma vez e meia algum dos parâmetros do inciso II do artigo 256, além da obrigação de submeter a operação à aprovação ou ratificação da Assembleia Geral, o acionista dissidente da deliberação terá direito de retirada.

No que concerne ao direito de retirada, é relevante destacar a hipótese de não incidência do direito de retirada, verificada quando as ações forem dotadas de dispersão e liquidez, à semelhança do que ocorre nas operações de fusão, incorporação ou participação em grupo de sociedades (art. 137, II).

O critério de dispersão, descrito na própria Lei das S.A., encontra-se verificado quando o acionista ou sociedade controladora e outras sociedades – ou veículos – sob seu controle não detenham metade ou mais da espécie ou classe de ação (art. 137, II, "b"). Já o critério de liquidez está definido na Resolução CVM nº 78/22, sendo consideradas líquidas aquelas ações que integrem o Índice Bovespa (IBOVESPA) na data de divulgação do fato relevante que anuncie a operação (art. 9º da Resolução CVM nº 78/22).

7. MODALIDADES DE CONTROLE E FORMA DE AQUISIÇÃO

Outro aspecto material relevante diz respeito à incidência do artigo 256 nas diferentes formas e modalidades de aquisição de controle. A esse respeito, é pertinente analisar no presente artigo os

seguintes cenários: (i) aquisição de parte do bloco de controle, para exercício de controle compartilhado; (ii) aquisição indireta de controle; e (iii) aquisição do controle por outros meios que não compra e venda.

7.1. COMPRA DE PARTE DO BLOCO DE CONTROLE

A esse respeito, há decisão da CVM no sentido de que o artigo 256 incide na hipótese de aquisição de parte do bloco de controle em situações de controle efetivamente compartilhado.

Esse foi o entendimento do Colegiado no Processo CVM nº RJ2002/07888, conforme o voto do Diretor-Relator, acompanhado pela unanimidade:

> Tanto faz se a aquisição do controle se der de forma total ou parcial. O que interessa para a índole do artigo 256 é que a responsabilidade de controlador seja assumida pelo comprador – o que ocorreu, de fato e de direito, tanto que tal responsabilidade está expressamente firmada na já transcrita cláusula 21.1 do Acordo de Acionistas.

Por outro lado, na hipótese de consolidação do controle por quem já integre o grupo de controle, passando-se de uma estrutura de controle compartilhado para controle unitário, o entendimento exarado no referido precedente é de que o artigo 256 não incide:

> [r]essalvo que, no meu entender, numa operação em que um controlador vende sua participação – total ou parcial – a outro controlador, não haveria, em princípio, para efeitos do art. 256, compra do controle, pois o comprador já ocupava antes da operação a posição jurídica de controlador, adquirindo apenas um reforço de controle.

A doutrina filia-se, majoritariamente, ao entendimento acima exposto, que, a nosso ver, também se afigura acertado.

A compra do controle compartilhado encerra a mesma possibilidade de pagamento de um sobrepreço a título de prêmio de controle. Ademais, o artigo 256 não diferenciou se a aquisição deve ser do controle unitário, ou se incidiria sobre compra de parte do bloco de controle na estrutura de controle compartilhado.

Portanto, não seria dado ao intérprete diferenciar. Diversa é a situação da consolidação do controle por quem já detenha controle compartilhado, uma vez que, nesse caso, não há aquisição de controle, pois o adquirente já é controlador para os fins da Lei das S.A. Não se ignora o fato de que, eventualmente, em situações de consolidação de controle unitário por um dos participantes do bloco de controle, haja mais incentivos ao pagamento de sobrepreço pelo controle do que para aquisição de parcela do bloco de controle. Todavia, a nosso ver, tratou-se de uma lacuna do dispositivo, ao não abarcar tal situação, não sendo possível ampliar sua incidência para um cenário que não constitui efetiva aquisição de controle.

7.2. AQUISIÇÃO INDIRETA DO CONTROLE

Um cenário de ampla discussão é a incidência do artigo 256 quando uma companhia aberta compra, de forma indireta, o controle de outra sociedade.

Historicamente, o entendimento da extinta Superintendência Jurídica da CVM era no sentido de que o artigo 256 incidiria nessas hipóteses, uma vez que o dispositivo não diferenciou entre a compra direta ou indireta. Essa orientação foi consignada nos Pareceres CVM/SJU nº 27/79 e 13/80.

Não obstante, o entendimento hodierno é de que, como regra geral, o dispositivo não se aplica a operações nas quais sociedades controladas por uma companhia aberta adquiram o controle de outras sociedades. Isso porque o dispositivo atribui competência à Assembleia Geral da companhia aberta para deliberar sobre a aquisição do

controle de outra sociedade pela própria companhia aberta. Exigir a aprovação ou ratificação no caso de aquisições indiretas representaria desconsiderar a autonomia da personalidade jurídica da sociedade adquirente, diversa da personalidade jurídica da companhia aberta controladora.

Esse entendimento está expresso no Ofício-Circular Anual da SEP (versão 2016):

> A princípio, o referido artigo não se aplica às operações em que companhias abertas adquirem sociedades mercantis por intermédio de suas controladas, coligadas ou subsidiárias integrais, que sejam companhias fechadas ou apresentem outro tipo societário.

Todavia, em determinados casos, nos quais haja interposição de uma sociedade controlada exclusivamente para evadir-se da obrigatoriedade de submissão da operação à Assembleia Geral:

> Os controladores e administradores poderão ser responsabilizados por abuso ou desvio de poder, respectivamente, se for comprovado que houve a utilização de determinada empresa "veículo" na aquisição do controle de outras sociedades em detrimento de interesses legítimos dos demais acionistas da companhia aberta.

Esse foi o caso apreciado no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 39/00. Na ocasião, os administradores foram condenados, uma vez que o Colegiado entendeu que a aquisição do controle de uma sociedade por uma controlada que representava o único ativo da companhia aberta, da qual a companhia aberta detinha

99% do capital social, atraía a necessidade de realização de assembleia, nos termos do art. 256 da Lei nº 6.404/76[554].

Para fins práticos, o relevante é perquirir dois elementos: (a) se a sociedade adquirente possui substância econômica, se é uma sociedade existente que utiliza recursos próprios para a aquisição, ainda que se trate de subsidiária integral – situação na qual, efetivamente, o dispositivo não deve incidir, pois não se trata de aquisição de controle pela companhia aberta –, ou se a sociedade adquirente constitui apenas interposta pessoa utilizada para a aquisição da sociedade-alvo, como, por exemplo, uma sociedade constituída exclusivamente para fins da aquisição ou uma aquisição cujos recursos sejam integral ou majoritariamente provenientes da própria companhia aberta; e (b) se

554 "*No que concerne à realização da Assembléia Geral prevista no art. 256 da Lei nº 6.404/76, concordo que ela deveria ter sido realizada. É óbvio que estamos falando aqui que, conforme dispõe o art. 256, é necessária a realização de assembléia nos casos em que a aquisição de uma empresa é feita por uma companhia aberta. Porém, entendo que, nesse caso, há peculiaridades bastante significativas. Na realidade, a Plascar Ltda. tinha seu capital controlado em cerca de 99%, ou mais, por uma companhia aberta, de modo que seria necessária a realização de uma Assembléia Geral pela companhia aberta.*
Eu não concordo com os argumentos da defesa nos dois exemplos que foram citados, notadamente quanto à incorporação e aquisição do Grupo Itaú, porque estamos falando de duas companhias abertas: a primeira, que adquiriu o controle de forma direta e a segunda, controladora da primeira, adquiriu de forma indireta. No momento em que foi realizada a assembléia na companhia que fez a aquisição do controle de forma direta, não foi exigida a realização de assembléia na companhia que detinha o controle da companhia aberta adquirente." Voto do Diretor-Relator, Wladimir Castelo Branco Castro, no PAS CVM nº 39/00.
No mesmo sentido foi o voto do então Presidente, Marcelo Trindade:
"*Importante, neste caso, não é que a sociedade seja unipessoal do ponto de vista técnico — isto é, uma subsidiária integral com a totalidade de seu capital pertencente à Plascar S.A., ou, como no caso concreto, uma sociedade cujo único sócio relevante (e relevante com mais de 99% do capital social) era a Plascar S.A. A meu juízo, é muito mais expressivo o fato de que a Plascar Ltda. representava, ela própria, uma grandíssima parte dos ativos da própria Plascar S.A. Em verdade, eu teria muito mais dificuldade de ser rigoroso na aplicação do art. 256 se se tratasse de uma subsidiária integral da Plascar S.A. do ponto de vista literal, mas que, por outro lado, correspondesse a uma parcela pequena do patrimônio dessa companhia. No caso concreto, ao contrário, a Plascar Ltda. era extremamente relevante nas duas pontas: significava a quase totalidade do patrimônio da Plascar S.A. e esta, por sua vez, detinha a quase totalidade de seu capital. A Plascar Ltda. era apenas um veículo de operação da Plascar S.A.. Nestes casos, parece-me que o fato da aquisição ocorrer indiretamente, por sociedade limitada, ou diretamente, por companhia aberta, não deve afastar a incidência do art. 256, que determina a realização de Assembléia.*"

a companhia aberta é uma *holding* pura e a sociedade adquirente é o único ativo (ou substancialmente o único ativo) da companhia aberta.

Nos cenários em que reste caracterizado que a sociedade adquirente constitui mera interposição entre a companhia aberta e a sociedade-alvo, o mais recomendável é que a operação seja submetida à Assembleia Geral.

7.3. AQUISIÇÃO DO CONTROLE POR OUTROS MEIOS QUE NÃO COMPRA E VENDA

O artigo 256 trata especificamente de compra de controle por companhia aberta. Diante de tal locução, há discussão doutrinária e no âmbito da CVM sobre se haveria incidência do artigo e necessidade de submissão da operação de aquisição de controle à Assembleia Geral, caso o preço de aquisição ultrapasse os parâmetros do artigo 256, na hipótese de a aquisição se dar por outro meio que não a compra.

A situação mais usual em que tal cenário poderia se verificar seria na hipótese de aquisição de controle mediante subscrição de ações, sem que tenha havido aquisição onerosa de direito de preferência.

A área técnica da CVM, no passado, se posicionou no sentido de que o termo "compra" seria equivalente a "aquisição", abrangendo qualquer aquisição onerosa, inclusive no caso de subscrição onerosa de ações em aumento de capital, decorrente de cessão gratuita de direitos de preferência (Pareceres CVM/SJU nº 027/79, 110/79 e 006/86).

Essa posição, contudo, foi superada no PAS 07/01, julgado em 21.03.2005, no qual o Colegiado concluiu que pela inaplicabilidade do artigo 256 à operação de Subscrição do aumento do capital da GPC Indústria e Comércio Ltda. pela Manguinhos Participações Ltda. Afirmaram expressamente que:

> [A] operação de subscrição de cotas, pela MANGUINHOS PARTICIPAÇÕES LTDA., no aumento de capital da GPC INDÚSTRIA E COMÉRCIO LTDA., não se sujeita à aplicação do artigo 256 da LS/A, pois:

> (i) a operação sob análise resume-se a uma subscrição de cotas em aumento de capital, decorrente de uma capitalização de crédito; (ii) não houve, portanto, operação de compra (ou qualquer tipo de aquisição onerosa) de controle; (iii) nenhum pagamento foi feito aos demais cotistas pela cessão de seus direitos de preferência; e (iv) a sociedade subscritora, MANGUINHOS não adquiriu o controle, mas apenas uma participação minoritária de cerca de 41% do capital social da GPC e, posteriormente, mediante permuta, a participação minoritária de 45,55% do capital social da GPC INVESTIMENTOS S.A. Assim, não há que se falar da obrigatoriedade de realização de Assembléia Geral da GPC PARTICIPAÇÕES S.A. para autorizar a sua controlada MANGUINHOS a subscrever o capital da GPC.

No mesmo sentido, José Luiz Bulhões Pedreira, em parecer datado de 17 de maio de 1979, destaca expressamente que o artigo 256 aplica-se apenas a operações de compra e venda[555]:

> Essa função do dispositivo legal mostra que ele somente tem aplicação no caso de compra do bloco de controle, quando a companhia compradora paga preço a terceiros. Não existe a mesma razão para sua aplicação quando a companhia adquire (originalmente) o controle mediante subscrição de aumento de capital da sociedade controlada: nesse caso não há pagamento de preço de compra em benefício de antigos acionistas ou quotistas da sociedade controlada, mas os recursos desembolsados pela companhia acrescem ao patrimônio da sociedade controlada, isto é, continuarão, indiretamente, a pertencer (na porcentagem da participação) à companhia controladora. (...)

555 Parecer disponível no site: https://sitebulhoespedreira.com.br/pareceres-e-cartas-parecer.html?v=20260513

> 13. Por essas razões, assim respondemos à consulta formulada: a) o artigo 256 da Lei nº 6.404/76 somente, tem aplicação na hipótese em que a companhia aberta adquire, mediante negócio de compra e venda, o bloco de ações de controle de uma sociedade mercantil; b) as disposições do artigo 256 não se aplicam, portanto, à subscrição, pela Consulente, do aumento do capital social da Beta, mediante a qual adquiriu (originalmente) seu controle.

O mesmo entendimento deve ser aplicável a outras formas de aquisições de controle que não decorram de compra e venda, como, por exemplo, na hipótese de sucessão do controlador por seus herdeiros, ou de incorporação de ações, na forma do artigo 252 da Lei das S.A.

Nessas hipóteses, é essencial destacar que inexistiria um "prêmio de controle", ou um ágio pelo controle, que é o fundamento do artigo 256. Ou a operação é realizada mediante aporte de capital na companhia (aumento de capital), ou sem dispêndio de qualquer recurso (sucessão ou outras formas de transferência gratuita de controle), ou, ainda, mediante emissão de novas ações pela adquirente, no caso de incorporação de ações, a partir de uma relação de troca negociada.

Outra situação que pode ensejar debates é no caso de compra originária do controle, como na hipótese de Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) para aquisição de controle (art. 257 da Lei das S.A.), ou da compra de participações detidas por um conjunto de sócios que não sejam controladores da sociedade, mas cuja participação adquirida, quando considerada de forma conjunta, representa a compra do controle da sociedade.

Conforme a posição de Paulo Cezar Aragão, essas hipóteses de aquisição originária não ensejaria a incidência do artigo 256[556]:

556 ARAGÃO, Paulo Cezar. *Uma leitura sistemática do artigo 256 da Lei das S.A.* In: Direito societário: desafios atuais, coautoria: Denise Chachamovitz de Salles. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 237.

> Como visto anteriormente, o risco que o art. 256 pretende evitar é o de que haja aplicação menos correta dos recursos da companhia aberta, por pagamento de preço excessivo pelo controle comprado.
>
> A pergunta a se fazer é se existe tal risco na aquisição originária do poder de controle, isto é, nos casos em que a companhia aberta adquire o controle sem que haja um alienante deste poder, seja porque ninguém o detém, seja porque a estrutura da operação não envolve uma real transferência de controle, como definido pela letra do parágrafo 4° do artigo 29 da Instrução CVM nº 361/200216. Entendemos que tal risco inexiste, dado que o art. 256 não se aplica à aquisição originária de controle, uma vez que pressupõe um preço objeto de contrato de compra e venda com partes determinadas, e não uma oferta de aquisição de ações ao mercado.

Com a devida vênia, não concordamos com a posição sustentada no artigo. A nosso ver, hipóteses em que haja uma operação para a compra do controle de uma sociedade por parte de uma companhia aberta, seja por meio de uma OPA para aquisição de controle, na hipótese de compra de controle de uma outra companhia aberta, seja na hipótese de um contrato único no qual integrem a parte vendedora um conjunto de sócios não vinculados, mas cuja participação total represente o controle, ou em um conjunto de contratos correlatos celebrados com diferentes sócios no âmbito de uma operação única, inclusive com eventual estipulação de condições de eficácia relacionadas à implementação conjunta das aquisições, estaríamos diante de operações de compra de controle de uma sociedade, ainda que não haja um "alienante" do controle.

Nesse sentido, o artigo 256 regula a compra, e não a alienação do controle, como no caso do artigo 254-A da Lei das S.A. Importa, portanto, que a operação constitua uma compra e venda (ainda que com mais de um sujeito integrando a parte vendedora, ou por meio de

mais de um instrumento contratual que integrem uma operação única ou estejam vinculados entre si) e, por meio dela, a companhia aberta compre o controle de uma sociedade.

Diverso é o cenário em que haja aquisição originária do controle de uma outra sociedade por meio de escalada em bolsa, mediante diversas compras de ações em mercado, totalmente desvinculadas entre si, ou mediante sucessivos contratos de compra e venda de participação societária celebrados de forma absolutamente independentes entre si, ao longo do tempo. Nesses casos, não haveria a incidência do artigo 256, pois não se estaria diante de uma operação única de compra de controle.

Em uma OPA para aquisição de controle ou uma operação com diferentes sujeitos que constituam uma mesma parte ou celebrada mediante um conjunto de instrumentos contratuais vinculados entre si, cujos efeitos dependam reciprocamente uns dos outros, o adquirente estaria potencialmente disposto a pagar o mesmo ágio pela compra do controle que na hipótese de uma compra e venda de controle celebrada com o controlador existente (aquisição derivada de controle). Por outro lado, em aquisições de participações societárias totalmente independentes, não há um contrato de compra e venda de controle a ser aprovado e o risco do pagamento do ágio excessivo seria menor, pois há uma dispersão de operações independentes.

Esse entendimento foi apresentado pelo então Diretor Relator do Processo CVM nº RJ2002/07888, julgado em 22.07.2003, Wladimir Castelo Branco Castro:

> Ademais, a relevância dada à existência de um alienante de controle não me parece encontrar respaldo na letra da norma do art. 256, que (i) focaliza claramente uma compra e não uma venda de controle; (ii) enseja uma conduta específica do comprador e não do vendedor; e (iii) visa proteger os direitos e o patrimônio dos acionistas da compradora, nada dispondo acerca da vendedora.

8. ASPECTOS RELACIONADOS A PREÇO

Além da análise concernente às formas de aquisição de controle e à incidência ou não do dispositivo, há alguns aspectos relacionados ao preço de compra que merecem exame.

8.1. CONCEITO DE "PREÇO DE COMPRA"

Uma questão já enfrentada pela CVM diz respeito à abrangência do conceito de "preço de compra".

A controvérsia reside na eventual necessidade de se incluir o passivo da sociedade-alvo no cômputo dos parâmetros do artigo 256.

O precedente no qual o Colegiado da CVM se debruçou sobre a matéria foi o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/03. No caso em apreço, a Telemar Norte Leste S.A. adquiriu o controle da Oi S.A. (então denominada TNL PCS S.A.) pelo valor simbólico de R$ 1,00. Todavia, a Oi possuía patrimônio líquido negativo superior a um bilhão de reais, razão pela qual os administradores foram acusados de descumprimento do artigo 256. Segundo a acusação, o passivo assumido pela companhia aberta adquirente deveria ter sido considerado no cômputo do "preço de compra".

Ao analisar a matéria, os membros do Colegiado foram unânimes no entendimento de que o "preço de compra", para fins do artigo 256, correspondia ao valor de R$ 1,00. O fato de o patrimônio líquido da sociedade adquirida ser negativo não impacta o preço. O parâmetro que deve ser perquirido é o preço efetivamente despendido pela companhia aberta adquirente.

Não obstante o consenso quanto ao conceito e ao valor do preço de compra, o Diretor Relator, Eli Loria, entendeu que a operação deveria ter sido submetida à Assembleia Geral, uma vez que o patrimônio líquido da Oi era negativo e, portanto, o preço de R$ 1,00 seria mais de uma vez e meia superior ao patrimônio líquido a preço de mercado, acionando, desta forma, o gatilho do inciso II, alínea "b", do artigo

256. O Diretor Relator restou vencido por maioria, uma vez que o valor de R$ 1,00 equivaleu precisamente ao valor apurado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada independente, aferido com base no critério de patrimônio líquido a mercado.

Diante do entendimento da CVM, é possível concluir que o conceito de preço compreende apenas aquilo que é efetivamente transferido do adquirente para o alienante. As dívidas próprias da sociedade-alvo não constituem preço, ainda que a sociedade-alvo possua patrimônio líquido negativo.

Cenário diverso configurar-se-á, naturalmente, caso a companhia aberta adquirente assuma dívidas e obrigações próprias do alienante do controle. Nessa hipótese, o montante da dívida assumida pela companhia aberta como contraprestação à aquisição do controle da sociedade-alvo deverá ser considerado "preço".

8.2. PARCELAS CONTINGENTES E EARN-OUT

Como regra, o preço de compra deve abranger todos os valores a serem despendidos pelo adquirente. Nesse sentido, incluem-se valores pagos à vista, parcelas futuras e, inclusive, valores futuros contingentes, como no caso de cláusulas de *earn-out* eventualmente inseridas no contrato de compra e venda.

A quantificação dos valores futuros não determinados, todavia, poderá constituir tarefa de elevada dificuldade para fins de apuração do preço de compra e sua comparação com os parâmetros do artigo 256.

A nosso ver, sempre que as parcelas futuras forem definidas ou quantificáveis, isto é, quando for possível, com algum grau de segurança, estabelecer o valor que será ou poderá ser pago futuramente, este deve ser considerado para a apuração do preço de compra e a análise de eventual necessidade de submeter a operação à Assembleia Geral.

Por outro lado, caso a parcela contingente de preço não seja passível de verificação e quantificação no momento da celebração do contrato, deve ser considerado apenas o preço passível de aferição.

Por exemplo, caso exista uma parcela de preço a ser definida com base em fórmula que depende necessariamente do desempenho futuro da sociedade cujo controle foi adquirido, e cujo valor estará diretamente vinculado ao retorno econômico ou incremento econômico apurado por tal sociedade, de modo que seja efetivamente impossível antecipar, com qualquer grau de segurança, uma estimativa de valor, essa parcela, eventual, futura e incerta, não deve ser considerada para fins do artigo 256.

Caso contrário, toda e qualquer operação de compra de controle de sociedade por companhia aberta que contivesse cláusula de preço na sistemática acima descrita precisaria ser submetida à Assembleia Geral, ainda que os valores já conhecidos estivessem substancialmente aquém dos parâmetros do artigo 256.

Ademais, nesses casos, o eventual pagamento futuro, bem como o seu montante, estará diretamente relacionado à obtenção de algum benefício econômico específico pela sociedade-alvo, de modo que constituirá uma compensação pelo ganho financeiro, variável conforme a medida de tal ganho, e não um pagamento pelo controle da sociedade-alvo conforme a "fotografia" dessa sociedade no momento da compra do controle. Nessa hipótese, o fundamento basilar do artigo 256, que seria evitar o pagamento de um sobrepreço pelo controle, não estaria presente, uma vez que a parcela contingente constituirá uma compensação proporcional diretamente vinculada ao ganho financeiro futuro obtido pela sociedade.

9. CONCLUSÃO

A partir das considerações constantes do presente trabalho, é possível verificar que o artigo 256 encerra diversas controvérsias, de variadas naturezas, cuja reflexão e sistematização são relevantes para a sua aplicação prática.

Desde os elementos necessários para a análise quanto à sua incidência até o procedimento a ser observado para tal, há aspectos controvertidos e discussões relevantes.

O presente artigo não tem a pretensão de exaurir tais discussões, em especial no que concerne à questão relativa à sanção decorrente da inobservância do dispositivo, isto é, a ineficácia da operação em si ou apenas a responsabilização dos administradores.

Não obstante, pode constituir um roteiro útil para orientar os agentes do mercado na análise da incidência e na implementação do passo a passo necessário em operações potencialmente sujeitas ao artigo 256.

O PAGAMENTO EM AÇÕES DO PREÇO DE AQUISIÇÃO: POR UMA NOVA EXCLUDENTE DO DIREITO DE PREFERÊNCIA

Evaristo Dumont de Lucena Pereira[557]

Daniel de Miranda Facó[558]

1. INTRODUÇÃO

Nos 50 anos da Lei das Sociedades por Ações, enquanto comemoramos o sucesso do brilhante trabalho dos mestres Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, aproveitamos também para refletir sobre como podemos evoluir. Sem qualquer demérito ao nosso aclamado diploma corporativo, é uma oportunidade para refletirmos sobre as opções legislativas que deram certo, as que se revelaram demasiadamente onerosas e aquelas que, com o passar do tempo, se tornaram obsoletas em razão das mudanças que afetaram o nosso País (e o mundo) desde 1976. Afinal, nada é tão bom que não possa melhorar.

Neste contexto, identificamos em nossa prática societária uma oportunidade de melhoria: a criação de uma nova excludente do direito de preferência aplicável à emissão de ações por companhias abertas para pagamento do preço de aquisição de controle de outras sociedades mercantis. Dentre todas as melhorias que poderiam ser propostas com base na experiência internacional, optamos por limitar nosso esforço à hipótese de aquisição de controle de outras sociedades por companhias abertas. Essa escolha não decorre somente do contexto em que este artigo foi produzido, mas principalmente da nossa intenção de facilitar a aceitação da ideia proposta. Não obstante,

557 Advogado. Sócio do Trench, Rossi e Watanabe Advogados, com foco em Direito Societário, M&A e Mercado de Capitais. Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais e LL.M. (*cum laude*) pela Duke University School of Law (USA).

558 Advogado. Sócio do Trench, Rossi e Watanabe Advogados, com foco em Direito Societário, M&A e Mercado de Capitais. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro e LL.M. pela Harvard Law School (USA).

acreditamos que o exercício de direito comparado apresentado na Seção 4 oferecerá ideias mais amplas que também mereceriam atenção e debate das comunidades jurídica e legislativa.

A possibilidade de utilização de ações como moeda para aquisições de outras sociedades é frequentemente listada como uma das principais vantagens oriundas da abertura de capital[559]. Para maior contexto, em uma pesquisa americana com 336 CFOs (*chief financial officers*) entre 2000 e 2002, essa vantagem foi a mais popular entre as 10 possibilidades apresentadas aos entrevistados, sugerindo que esse fator é relevante para tomada de decisão de levar uma sociedade à bolsa[560]. Acreditamos, portanto, que o exercício iniciado por este trabalho tem potencial de impacto positivo e relevante no mercado de capitais brasileiro, inclusive como alavanca para potencializar o interesse de companhias de capital fechado em buscar sua abertura de capital.

Em nossa jornada, apresentaremos brevemente o arcabouço jurídico do direito de preferência atualmente em vigor na Lei das Sociedades por Ações para, na sequência, introduzir detalhadamente o problema identificado e suas consequências práticas no mercado. Procederemos com um esforço de comparação internacional, com o intuito de identificar opções legislativas diferentes da nossa e analisar a potencial aderência dessas opções à realidade brasileira. Por fim, proporemos uma sugestão de alteração do artigo 172 da Lei das

559 Veja BRAU, James C.; FAWCETT, Stanley E. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance*, v. 61, n. 1, p. 399-436, 2006; CELIKYURT, Ugur; SEVILIR, Merih; SHIVDASANI, Anil. Going Public to Acquire? The Acquisition Motive in IPOs. *Journal of Financial Economics*, v. 96, n. 3, p. 345-363, 2010; CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON LLP. *The IPO: Overview and Guide*. Nova York: Cleary Gottlieb, 2023, p. 2-3.

560 BRAU, James C.; FAWCETT, Stanley E. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance*, v. 61, n. 1, p. 399-436, 2006. Na pesquisa, conduzida entre 2000 e 2002 com 336 CFOs de companhias americanas de capital aberto e fechado, a possibilidade de utilizar ações como moeda de troca em aquisições foi o fator mais bem classificado entre os dez apresentados como motivadores da abertura de capital. Ver também a versão voltada ao público profissional: BRAU, James C.; FAWCETT, Stanley E. Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 18, n. 3, p. 107-117, 2006.

Sociedades por Ações e apresentaremos as razões que embasaram as escolhas que fizemos.

Não presumimos que nossa proposta seja a única resposta correta ao problema que identificamos, mas apenas um caminho que entendemos virtuoso, dentre os muitos viáveis, e para o qual convidamos as críticas construtivas da comunidade especializada. Esperamos, primordialmente, introduzir uma ideia que nos parece até então pouco explorada pela doutrina e, assim, contribuir para o debate.

2. O DIREITO DE PREFERÊNCIA NA LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES

O direito de preferência no direito corporativo brasileiro é previsto no art. 171 da Lei das Sociedades por Ações que dispõe que, "[n]a proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital"[561]. O direito de preferência é enraizado no direito brasileiro e está presente também na legislação civil que rege as sociedades limitadas[562] e também nos diplomas que antecederam a Lei das Sociedades por Ações[563].

Nos termos do artigo 109 da Lei das Sociedades por Ações, o direito de preferência possui natureza de direito essencial[564], que não pode ser limitado pela assembleia ou pelo estatuto social, sujeito apenas à exceções previstas no próprio diploma legal. A doutrina

561 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Art. 171, *caput*.

562 BRASIL. *Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Arts. 1.081, §1°.

563 BRASIL. *Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 1 out. 1940. Art. 111. Ver também: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1.030-1.032.

564 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 109, IV: "Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: [...] IV - preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172."

majoritária trata o instituto como ferramenta importante, juntamente com as regras de precificação do preço de emissão de ações, para coibir abusos de maioria em operações de aumento de capital[565].

O escopo do direito de preferência brasileiro é amplo. Salvo pelas limitadas exceções a serem analisadas na sequência, aplica-se a quase todas as operações de aumento de capital, incluindo: (i) na emissão de novas ações, independentemente da forma de colocação pública[566] ou privada; (ii) emissão de bônus de subscrição; (iii) emissão de debêntures ou partes beneficiárias conversíveis em ações; (iv) aumentos com integralização em bens e direitos, incluindo os aumentos decorrentes de capitalização de créditos detidos contra a própria companhia[567]; (v) emissão de novas ações por subsidiárias integrais se a companhia decidir admitir outros acionistas[568].

Nesses casos, a Lei exige que a companhia ofereça as novas ações aos seus acionistas por um prazo mínimo de 30 dias. Caso não seja possível a colocação integral das novas ações entre os atuais acionistas, a companhia, quando fechada, deve oferecer as sobras aos acionistas aderentes que tiverem requerido reserva de sobras no âmbito do exercício do seu direito de preferência e, somente após este rateio poderá admitir a subscrição por terceiros[569]. As companhias abertas possuem outro tratamento, podendo ratear as sobras ou

565 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009, v. 3, p. 653-654. No mesmo sentido: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1.033-1.034. Para visão comparada, conferir: KRAAKMAN, Reinier et al. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 180-183, que qualificam o direito de preferência como mecanismo de proteção de minoritários contra a expropriação por acionistas controladores.

566 Notamos que o direito de preferência se aplica, teoricamente, a aumentos de capital por subscrição pública que não são realizados no âmbito do capital autorizado, apesar de reconhecermos que a prática de mercado preponderantemente opta por valer-se da exceção prevista no Art. 172, inciso I, da Lei das Sociedades por Ações.

567 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 171, §2º.

568 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 253.

569 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 171, §§4° e 8°.

mandar vendê-las em bolsa[570]. A Superintendência de Relações com Empresas – SEP da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) possui entendimento de que o rateio de sobras é obrigatório em todas as espécies de aumentos de capital nas quais o direito de preferência é aplicável, incluindo aqueles cujo propósito seja aceitar bens ou créditos como forma de integralização[571]. Em 2017, porém, o Colegiado da CVM fixou entendimento no sentido de que a obrigação de rateio de sobras não se aplica quando o aumento de capital for aprovado no montante igual ao do crédito a ser capitalizado ou do bem a ser incorporado, hipótese na qual não há obrigação de promover o rateio das sobras e as ações podem ser entregues diretamente ao titular do respectivo crédito ou bem após o fim do prazo de preferência[572].

Apesar do artigo 109, inciso IV, da Lei das Sociedades por Ações qualificar o direito de preferência apenas às regras dos seus artigos 171 e 172, a interpretação sistêmica revela outras hipóteses de aumentos de capital e emissão de ações em que o direito de preferência não se aplica. São elas, exaustivamente:

i) colocação de ações por companhias abertas quando o estatuto social autorizar a exclusão do direito de preferência no âmbito do capital autorizado:

a. para venda em bolsa de valores[573];

b. subscrição pública[574];

570 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 171, §7°.

571 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Ofício Circular/Anual-2026-CVM/SEP*. Seção 7.8.1. p. 189: "*Conforme disposto no artigo 171, parágrafo 2º, da Lei nº 6.404/76, no aumento de capital mediante capitalização de créditos ou subscrição em bens, será sempre assegurado aos acionistas o direito de preferência e, se for o caso, as importâncias por eles pagas serão entregues ao titular do crédito a ser capitalizado ou do bem a ser incorporado. Segundo o entendimento da SEP, a capitalização com créditos não exime o cumprimento do parágrafo 7º do mesmo artigo 171 [...]*".

572 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2013/6294. Julgamento em 14 de novembro de 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2017/20171114_PAS_RJ20136294.html. Acesso em: 11 de agosto de 2026.

573 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 172, I.

574 *Id*.

c. permuta por ações em ofertas públicas de aquisição de ações para aquisição de controle, nos termos dos artigos 257 a 263[575];

ii) emissão de ações no âmbito da legislação especial sobre incentivos fiscais, quando houver autorização estatutária[576];

iii) nos aumentos de capital resultantes de operações de incorporação, incorporação de ações, cisão seguida de incorporação das parcelas cindidas[577];

iv) nos aumentos de capital decorrentes do exercício de bônus de subscrição ou conversão de debêntures ou partes beneficiárias em ações[578]; e

v) emissão de ações em decorrência do exercício de opções de compra de ações outorgadas, dentro do limite do capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembleia-geral, a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle, quando houver autorização estatutária para exclusão[579].

Importante frisar que, tendo em vista a natureza essencial do direito, não pode a maioria impor à minoria inovações às exceções do direito de preferência. Não obstante, como direito patrimonial disponível, é lícito ao seu titular negociá-lo, o que inclui não só sua cessão gratuita ou onerosa, como também a sua renúncia[580].

---

575 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 172, II.

576 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 172, parágrafo único.

577 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Arts. 223 a 234 (incorporação e fusão) e art. 252 (incorporação de ações). Ver também: PONCZEK, Daniel Kalansky. *O Instituto da Incorporação de Ações*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) — Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012, p. 21-36.

578 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 171, §3º.

579 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 168, §3° c/c Art. 171, §3º.

580 É discutível, contudo, a possibilidade jurídica da renúncia prévia, e não específica, ao direito de preferência em aumentos futuros e indeterminados no âmbito de acordo de acionistas abrangendo todos os acionistas da companhia. A discussão, porém, foge ao escopo do presente Artigo.

3. O PROBLEMA

Não há, como se vê, exceção ao direito de preferência que permita uma companhia aberta emitir novas ações e entregá-las diretamente a terceiros para efetuar o pagamento do preço de aquisição de bens, em especial o controle de outras sociedades mercantis. Essa ausência cria dificuldade, pois torna virtualmente impossível estruturar operação em que as partes têm previsibilidade sobre quantas ações serão emitidas pela companhia compradora ou quantas ações serão efetivamente entregues aos vendedores. Essa dificuldade, por sua vez, quando aplicada ao tema objeto do presente esforço, aumenta o custo de transação[581] em operações nas quais as partes desejam efetuar o pagamento do preço de aquisição em ações de emissão da companhia aberta compradora. Podemos contemplar algumas estruturas em que as partes, desejosas de que o vendedor recebesse ações, poderiam utilizar e que seriam mais onerosas do que aquela que seria possível caso uma exceção ao direito de preferência estivesse disponível.

A primeira seria aprovar um aumento de capital no exato valor das ações da sociedade objeto da aquisição e admitir a integralização em bens, nos termos do art. 8º da Lei das Sociedades por Ações. Nesse caso, haveria direito de preferência, porém não haveria necessidade de sobras[582]. Nesse caso, há certeza para a companhia compradora (emissora das ações) sobre quantas ações seriam emitidas, porém há imprevisibilidade para o vendedor sobre quantas ações este receberia, uma vez que o exercício do direito de preferência por qualquer dos acionistas da compradora faria com que o vendedor recebesse uma parcela maior do que a esperada em dinheiro. Ora, o vendedor pode

581 O termo 'custo de transação' ora utilizado é uma tradução livre do termo em inglês '*transaction costs*'. Para fins deste Artigo, adotamos o conceito sugerido por Kraakman: "*costs for participants of organizing their activities in business firms*" (o custo dos participantes para organizar suas atividades em sociedades empresárias). Ver: KRAAKMAN, Reinier et al. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 2.

582 Conforme o entendimento do Colegiado da CVM fixado em 2017, referido na nota de rodapé 16 acima.

ver mais valor em receber ações da compradora do que dinheiro e o dinheiro recebido pode não ser suficiente para adquirir a mesma quantidade de ações da compradora em bolsa ao mesmo custo. Essa imprevisibilidade é, portanto, nociva aos interesses das partes e representa custo evitável de transação.

Outra possibilidade seria aprovar o aumento de capital a maior, ou seja, por valor superior ao atribuído à sociedade objeto da aquisição, de forma que um acionista controlador ou de referência da companhia compradora possa ceder direitos de preferência suficientes ao vendedor que lhe permita, com previsibilidade, subscrever todas as ações da companhia compradora suficientes para remunerar a alienação da participação na sociedade objeto. Por exemplo, se a companhia compradora possui um acionista detentor de 50% das ações de sua emissão e a sociedade objeto é avaliada em R$ 1,0 milhão, aprova-se um aumento de capital de R$ 2,0 milhões, de forma que os direitos de preferência do acionista controlador que seriam cedidos ao vendedor sejam equivalentes a R$ 1,0 milhão. O aumento de capital teria a possibilidade de homologação parcial caso, após o período de preferência e de sobras, não alcançasse sua subscrição máxima[583]. Se por um lado essa estrutura adiciona previsibilidade ao vendedor, ela traz incertezas à companhia compradora e seus acionistas. O valor total do aumento e a quantidade total de ações emitidas são imprevisíveis e a necessidade de se aprovar um aumento a maior sujeita os acionistas a uma diluição maior do que a que seria necessária para o fim de aquisição da sociedade objeto. Novamente, temos um custo evitável de transação.

Por fim, uma terceira estrutura poderia envolver os institutos da incorporação ou incorporação de ações. Tais institutos, apesar de serem capazes de entregar determinada quantidade de ações com previsibilidade tanto para a companhia compradora, quanto para o vendedor, são inevitavelmente mais complexos do que uma operação de compra de controle. As consequências jurídicas,

583 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Ofício Circular/Anual-2026-CVM/SEP*. Seção 7.8. p. 188-189:

portanto, são bastante distintas daquelas aplicáveis a um aumento de capital com integralização em bens. Tanto na incorporação, quanto na incorporação de ações, há considerações acerca do direito de retirada dos acionistas[584] (algo que não existiria necessariamente no âmbito de um aumento de capital para aquisição da sociedade objeto, exceto nas hipóteses do artigo 256). Adicionalmente, no caso da incorporação, haveria ainda direito de oposição de credores[585] e implicações no regime de sucessão dos ativos e passivos da sociedade objeto[586]. Haveria ainda, possivelmente, a necessidade de produção de demonstrações financeiras *pro forma*, nos termos da regulamentação aplicável da CVM[587]. Há também que se considerar as limitações estruturais dessa opção que, a priori, é mais restritiva se a intenção for remunerar múltiplos vendedores de forma distinta ou ter uma remuneração mista, com componentes de caixa e ações. Apesar de estruturas recentes terem sido utilizadas com sucesso para endereçar essas restrições[588], nos parece seguro concluir que uma estrutura de incorporação ou incorporação de ações tende a atrair um custo de transação mais elevado se comparado a uma operação de aumento de capital para entrega de ações aos vendedores da sociedade objeto.

584 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Arts. 137, c/c 136, IV, e arts. 223, §4° (incorporação) e 252, §§1º e 2° (incorporação de ações). Sobre o regime de retirada na incorporação de ações, ver: PONCZEK, Daniel Kalansky. *O Instituto da Incorporação de Ações*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) — Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

585 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 232.

586 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 227. Sobre as implicações do regime de sucessão universal: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1.269.

587 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Resolução CVM n. 78, de 29 de março de 2022* (e suas alterações), que dispõe sobre as informações a serem prestadas pelas companhias abertas, incluindo demonstrações financeiras *pro forma* em operações de incorporação, fusão e cisão significativas.

588 Para uma discussão sobre esse tema, vide BUENO, Cristina; PAULA, Julia Gomes de. *Incorporação Societária Mediante Contraprestação Pecuniária: a Cash Merger no Direito Brasileiro*. Publicado originalmente nesta mesma obra.

4. COMPARAÇÃO INTERNACIONAL

Na ausência de solução de comparável eficiência dentre os institutos disponíveis na legislação pátria, buscamos identificar na doutrina estrangeira outras formas de endereçar a situação problema[589]. Analisamos trabalhos acadêmicos e de pesquisa que avaliaram as opções legislativas dos Estados Unidos da América, França, Espanha, Japão, Holanda, Alemanha, Itália, Reino Unido, Austrália e Canadá[590]. Compilamos na tabela abaixo as principais características de cada jurisdição com base nas fontes analisadas:

589 Importante ressaltar que nosso esforço não envolveu a avaliação direta das leis de outros países, mas apenas uma revisão limitada da doutrina, sem verificação independente. Por essa razão, algumas informações mencionadas podem não estar atualizadas já que foram obtidas de fontes secundárias. Não obstante, o propósito deste esforço foi identificar ideias e diferentes estratégias que possam servir de norte para um avanço ou modernização da opção legislativa brasileira e acreditamos que a metodologia utilizada foi suficiente para atendê-lo.

590 As jurisdições foram analisadas com base nos seguintes trabalhos: (i) para os Estados Unidos: FRIED, Jesse M. Powering Preemptive Rights with Presubscription Disclosure. *ECGI Law Working Paper*, n. 418, 2020, p. 84; KRAAKMAN, Reinier et al. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 182-183; VENTORUZZO, Marco. Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis. *Richmond Journal of Global Law & Business*, v. 12, p. 517-584, 2013; (ii) para as jurisdições europeias (França, Alemanha, Itália, Espanha e Holanda): MYNERS, Paul. *The Impact of Shareholders' Pre-emption Rights on a Public Company's Ability to Raise New Capital*. Londres: DTI, 2004, p. 14-24; VENTORUZZO, Marco, op. cit.; KRAAKMAN, Reinier et al., op. cit.; UNIÃO EUROPEIA. *Diretiva 2012/30/UE do Parlamento Europeu e do Conselho*, de 25 de outubro de 2012 (codificação da Segunda Diretiva Societária 77/91/CEE). Jornal Oficial da União Europeia, L 315, de 14 nov. 2012; (iii) para o Reino Unido: MYNERS, Paul, op. cit., p. 4-13; VENTORUZZO, Marco, op. cit.; (iv) para Japão: MYNERS, Paul, op. cit.; KRAAKMAN, Reinier et al., op. cit. (v) para Austrália e Canadá: MYNERS, Paul, op. cit.

País	Dir. de Preferência Obrigatório?	Exceções / Mecanismo de Flexibilização	Fonte Consultada
Estados Unidos	Não. O direito de preferência não é obrigatório sob o direito de Delaware — principal lei societária aplicável às companhias abertas americanas. O DGCL §102(b)(3) dispõe que nenhum acionista terá direito de preferência, salvo se expressamente previsto no certificado de incorporação. Quarenta e oito estados possuem leis que tratam do direito de preferência, mas a maioria permite a renúncia ou exige previsão expressa no ato constitutivo. As regras da NYSE e da Nasdaq exigem aprovação assemblear para emissões equivalentes a 20% ou mais do capital, mas esse mecanismo não constitui direito de preferência.	N/A	KRAAKMAN et al. (2017); VENTORUZZO (2013).
Japão	Não	N/A — Aprovação assemblear exigida apenas para emissões com deságio significativo em relação ao preço de mercado.	KRAAKMAN et al. (2017).

França	Sim. Obrigatório por lei.	A assembleia geral pode autorizar a emissão de ações sem direito de preferência, desde que indique as pessoas que subscreverão ou o critério que os subscritores precisam preencher, sendo tal requisito dispensado nas sociedades listadas. Também não haveria preferência quando a integralização for em bens.	VENTORUZZO (2013).
Espanha	Sim. Obrigatório por lei.	Deliberação assembleiar expressa, relatório dos administradores e laudo de auditor independente, exigidos cumulativamente para cada exclusão. Não existem limites percentuais genéricos: cada exclusão requer aprovação específica.	MYNERS (2004); VENTORUZZO (2013).
Holanda	Sim. Obrigatório por lei.	A assembleia pode limitar ou excluir o direito de preferência e pode delegar ao conselho de administração poderes de emissão sem direito de preferência por até 5 anos. Na prática, as companhias abertas holandesas limitam essa delegação a 10–15% do capital emitido.	MYNERS (2004).
Alemanha	Sim. Obrigatório por lei.	Deliberação assemblear por maioria qualificada, relatório da diretoria justificando a exclusão e atestando a adequação do preço de emissão. Para companhias listadas, emissões de até 10% do capital emitido com deságio inferior a 5% em relação ao preço de mercado, a assembleia pode delegar ao conselho poderes de emissão sem direito de preferência.	MYNERS (2004); VENTORUZZO (2013); KRAAKMAN et al. (2017).

Itália	Sim. Obrigatório por lei.	A assembleia pode excluir o direito de preferência quando: (i) a integralização for em bens; (ii) quando o interesse da companhia demandar; (iii) para compensar empregados e colaboradores, sujeito a um limite máximo de diluição; e (iv) a companhia for listada e o estado contiver autorização para aumentar o capital em até 10% sem direito de preferência, observadas determinadas regras de precificação.	MYNERS (2004); VENTORUZZO (2013).
Reino Unido	Sim. Obrigatório por lei, nos termos da Companies Act 2006, historicamente em implementação da Segunda Diretiva Societária da UE. Há ainda uma camada de regulação *soft law* pelo Pre-emption Group Statement of Principles (revisado em 2022).	(i) emissões de até 10% do capital emitido por exercício são permitidas para fins gerais sem direito de preferência, com 10% adicionais para aquisições ou investimentos de capital específicos, totalizando até 20% ao ano (ii) o direito de preferência aplica-se exclusivamente a emissões por caixa. Emissões de ações como contraprestação não-pecuniária em operações de aquisição estão expressamente excluídas do seu âmbito de aplicação.	MYNERS (2004); KRAAKMAN et al. (2017).
Austrália	Sim. Obrigatório por lei (Corporations Act 2001) e regulado pelas ASX Listing Rules.	Emissões de até 15% do capital emitido por exercício são permitidas sem aprovação assemblear e sem necessidade de oferta prévia aos acionistas existentes (ASX Listing Rule 7.1).	MYNERS (2004).
Canadá	Sim. Obrigatório por lei (Canada Business Corporations Act e equivalentes provinciais) e regulado pelas regras da Toronto Stock Exchange (TSX).	As regras da TSX permitem emissões de até 25% do capital emitido a cada seis meses sem necessidade de oferta aos acionistas existentes. Emissões que excedam esse limite requerem aprovação assemblear ou a realização de uma oferta pública de subscrição.	MYNERS (2004).

Com base em nossa revisão, identificamos uma predominância de jurisdições que optaram por prever, assim como a nossa, o direito de preferência em seus diplomas legais, sendo que apenas Estados Unidos e Japão parecem adotar mecanismos de '*opt-in*', ou seja, não há uma regra geral que imponha o direito de preferência e as companhias e seus acionistas podem escolher incluir o direito de preferência em seus documentos organizacionais. Das jurisdições que aparentemente possuem o direito de preferência como regra geral, pudemos identificar diferentes estratégias que poderiam ser aplicadas ao problema analisado, as quais buscamos categorizar da seguinte forma:

i) '*opt-out*': possibilidade de excluir o direito de preferência de determinado aumento de capital por meio de voto dos acionistas[591];

ii) '*opt-out* qualificado': requisitos adicionais para que os acionistas possam excluir o direito de preferência, como laudo de avaliação e/ou relatório do conselho de administração sobre a emissão[592];

iii) '*rolling dilution cap*': possibilidade de emissões sem direito de preferência limitadas a um determinado percentual de diluição medido ao longo de um determinado período[593]; e

591 A possibilidade de exclusão do direito de preferência por deliberação dos acionistas está presente em diversas jurisdições europeias com maior ou menor nível de condições. França, Itália e Holanda possuem exclusões que poderiam ser classificadas nesta categoria. Ver: MYNERS, Paul. *The Impact of Shareholders' Pre-emption Rights on a Public Company's Ability to Raise New Capital*. Londres: DTI, 2004; VENTORUZZO, Marco. Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis. *Richmond Journal of Global Law & Business*, v. 12, p. 517-584, 2013.

592 Alemanha e Espanha enquadram-se nesta categoria ao condicionar a exclusão do direito de preferência sujeita-se a requisitos adicionais como relatório dos administradores quanto o laudo de auditor independente atestando a razoabilidade do preço: MYNERS, Paul. *The Impact of Shareholders' Pre-emption Rights on a Public Company's Ability to Raise New Capital*. Londres: DTI, 2004; VENTORUZZO, Marco. Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis. *Richmond Journal of Global Law & Business*, v. 12, p. 517-584, 2013.

593 O mecanismo de *rolling dilution cap* — emissões não sujeitas ao direito de preferência limitadas a um percentual do capital medido em determinado período — é amplamente utilizado em jurisdições de tradição jurídica anglo-saxônica. No Reino Unido, as diretrizes do Pre-emption Group permitem colocações de até 10% do

iv) '*in-kind carve-out*': exceção para aumentos de capital cuja integralização seja feita em ativos[594].

5. NOSSA PROPOSTA

O Brasil tem uma longa tradição de confiar no direito de preferência como um mecanismo importante de proteção dos minoritários e entendemos que opções mais extremas, como aquelas que observamos nos Estados Unidos ou Japão, não seriam facilmente aceitas. Adicionalmente, sendo um mercado ainda predominantemente composto por companhias com controlador definido, nos parece que eventual flexibilização deveria focar em mecanismos menos sujeitos à exploração abusiva de acionistas majoritários. Por essa razão, nos afastamos de estratégias de '*opt-out*' ou mesmo '*opt-out*' qualificado.

Gostamos das estratégias de '*rolling dilution cap*' que aparecem com frequência em um ou outro formato em diversas jurisdições, indicando que a adoção de uma regra similar no Brasil poderia ser bem recepcionada por investidores estrangeiros. Contudo, trata-se de uma permissão mais ampla do que aquela necessária para endereçar a situação problema, uma vez que se aplicaria a qualquer aumento de capital e não somente àquele realizado no âmbito de uma aquisição de controle de sociedade mercantil.

Por essa razão, considerando que se trata de uma primeira flexibilização do instituto em mais de 50 anos, optamos por propor uma alteração mais limitada e direcionada, inspirada no '*in-kind*

capital emitido a cada exercício para fins gerais, com 10% adicionais para aquisições ou investimentos de capital específicos. Na Austrália, a ASX Listing Rule 7.1 autoriza emissões de até 15% do capital emitido por exercício sem necessidade de aprovação dos acionistas. No Canadá, as regras da TSX permitem emissões de até 25% do capital emitido em cada semestre. Ver: MYNERS, Paul. *The Impact of Shareholders' Pre-emption Rights on a Public Company's Ability to Raise New Capital*. Londres: DTI, 2004.

594 No Reino Unido, na Itália e na França o direito de preferência não se aplica quando a integralização for 'in-kind', ou seja, em bens e não em caixa. Vide MYNERS, Paul. *The Impact of Shareholders' Pre-emption Rights on a Public Company's Ability to Raise New Capital*. Londres: DTI, 2004; VENTORUZZO, Marco. Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis. *Richmond Journal of Global Law & Business*, v. 12, p. 517-584, 2013.

carve-out' britânico, e que consiste na inclusão de um inciso adicional ao artigo 172 da Lei das Sociedades por Ações:

> *Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: I – venda em bolsa de valores ou subscrição pública;* ***ou*** *II - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263.;* ***ou***
> ***III – entrega diretamente aos sócios ou acionistas de outra sociedade mercantil em contrapartida à integralização de instrumentos patrimoniais que permitam a aquisição de controle pela companhia aberta, desde que:***
> ***a. seja observado o disposto nos arts. 8º e 256;***
> ***b. a sociedade mercantil tenha auferido receita operacional e o caixa da sociedade mercantil não represente mais do que 50% do ativo total da sociedade mercantil auferidos com base nas demonstrações financeiras consolidadas da sociedade mercantil referentes ao último exercício social encerrado imediatamente antes da conclusão do aumento de capital;***
> ***c. tais sócios ou acionistas não sejam partes relacionadas do controlador da companhia aberta, conforme definição de partes relacionadas constante nas regras contábeis aprovadas pela Comissão de Valores Mobiliários.***

A inclusão da nova exceção no art. 172 faz com que se exija previsão estatutária e capital autorizado, o que representa proteção importante aos minoritários por atrair o regime de responsabilidade fiduciária dos administradores ou acionistas (conforme aplicável) com competência de aprovar a emissão, bem como cria um limite

de diluição máxima com base na cláusula de capital autorizado. A alínea "a" deixa claro que se trataria de um aumento de capital com integralização em bens sujeito ao regime do art. 8º, que exige laudo de avaliação aprovado em assembleia geral de acionistas para garantir que o valor atribuído ao controle da sociedade mercantil seja consistente com o valor do aumento de capital, uma proteção não somente para os minoritários contra diluição injustificada, mas também para os credores da companhia na medida em que traz terceiro independente e especialista para atestar o valor do ativo a ser integralizado ao capital social e exige aprovação assemblear, atraindo assim a aplicação das regras gerais que governam o exercício do direito de voto no interesse da Companhia e vedam o abuso de controle[595]. O regime do artigo 256 (direito de retirada em caso de sobrepreço) também nos parece útil, de forma a oferecer um remédio adicional, o direito de retirada, aos minoritários em situações de avaliações mais esticadas da sociedade objeto com base no valor do aumento de capital (equivalente ao preço de aquisição).

A alínea "b", por sua vez, teria o papel de evitar estruturas simuladas em que se cria uma sociedade com caixa apenas para evitar a aplicação do direito de preferência. Apesar desse risco já possuir remédio no instituto da simulação, entendemos salutar ter um critério objetivo que possa acrescentar segurança jurídica às operações que dispensarem o direito de preferência.

Por fim, a alínea "c" vedaria a exceção nos casos em que os receptores das ações fossem partes relacionadas ao controlador da companhia aberta, por entendermos que os riscos de desvios lesivos seriam maiores em função dos incentivos perversos que podem estar presentes em transações entre partes relacionadas.

Entendemos que a proposta colocada oferece os seguintes benefícios: (i) respeita a tradição brasileira sobre o direito de preferência como pilar de proteção dos minoritários, (ii) faz uso institutos protetivos já existentes na Lei e que, portanto, já são

595 Vide BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Arts. 115, *caput* e §1º, e 117.

conhecidos por reguladores, aplicadores, comentadores e regulados, (iii) reduz o custo de transação para operações de M&A na qual a compradora é companhia aberta, ao permitir a entrega de ações com previsibilidade tanto para a companhia quanto para os vendedores, sem atrair outros regimes mais onerosos; (iv) é compatível com a teleologia da Lei, que já exclui o direito de preferência no caso de incorporação de ações[596]; (v) colabora com os incentivos para companhias brasileiras buscarem a abertura de capital, fomentando assim o mercado de capitais brasileiro[597]; e (vi) independeria de regulamentação adicional por parte da CVM, uma vez que trata de operações de aquisição eminentemente privadas.

Por fim, avaliamos que os custos da adoção da proposta são suficientemente mitigados seja pelas limitações propostas na redação, seja pelos institutos já presentes na Lei das Sociedades por Ações, em especial as regras sobre abuso de controle, conflito de interesse, simulação, vedação à diluição injustificada e deveres fiduciários dos administradores. A análise, portanto, do custo/benefício da nossa proposta nos parece positiva, fazendo-a merecedora, no mínimo, de debate e consideração.

Reforçamos que nossa proposta é um ponto de partida. Outros arranjos, modificações, limitações ou mesmo flexibilizações poderiam ser incluídos com igual ou maior mérito. Poderíamos discutir, por exemplo, a inclusão de um limitador de diluição para essas operações no estilo '*rolling dilution cap*' de forma adicional ao limite estatutário do capital autorizado ou mesmo de uma exceção ampla de '*rolling dilution cap*' nos moldes já utilizados em outros países. Poderíamos avaliar a exclusão do direito de preferência quando a integralização ocorre em bens, no melhor interesse da companhia, nos moldes da Diretiva

596 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 252, §1º. O reconhecimento de que a incorporação de ações exige a exceção ao direito de preferência foi consignado pelos próprios redatores da Lei na *Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*, do Ministério da Fazenda.

597 Vide *nota* 3.

Europeia[598]. Outro caminho possível seria substituir as limitações propostas por uma exceção ampla para companhias abertas que possuam dispersão e liquidez de suas ações no mercado organizado, nos moldes do que a Lei já admite nos casos do direito de retirada[599] (outro direito essencial), sob o argumento de que, em tais companhias, qualquer acionista poderia, de forma eficiente, se defender da diluição mediante aquisição de ações no mercado secundário. Todas essas vias, contudo, parecem representar um desvio mais relevante da *lege lata*, razão pela qual optamos, neste momento, por apresentar e defender nossa proposta nos moldes ora discutidos.

6. CONCLUSÃO

A possibilidade de utilizar ações listadas como moeda para realização de aquisições é fator importante que motiva a abertura de capital de companhias. O regime atual do direito de preferência no Brasil não permite que exploremos todo o potencial desse mecanismo e cria custos desnecessários quando comparamos as alternativas disponíveis para viabilizar operações semelhantes. Portanto, argumentamos, de *lege ferenda*, que a criação de uma nova exceção ao direito de preferência que permita a entrega direta de novas ações aos vendedores nos casos de aquisição de controle de sociedade mercantil por companhia aberta seria benéfica para o mercado.

598 O Art. 72º(1) da DIRETIVA (UE) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho obriga o direito de preferência apenas para os aumentos de capital para subscrição 'em dinheiro': "*Em todos os aumentos do capital subscrito por entradas em dinheiro, as ações devem ser oferecidas com preferência aos acionistas, proporcionalmente à parte do capital representada pelas suas ações*". Na mesma direção, exceções semelhantes podem ser encontradas na legislação francesa, italiana e britânica.

599 BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Art. 137, §1°: "Nos casos dos incisos I e II do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: I - liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de ações admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior [...]; II - dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação."

Seja qual for o caminho que viermos a percorrer, esperamos ter contribuído para o início e desenvolvimento de um debate que, ao menos a nosso ver, é incipiente no Brasil. O aniversário de 50 anos da nossa Lei das Sociedades por Ações é o momento ideal para apresentação de nossas ideias e esperamos que nossa proposta possa abrir caminho para aumentar a eficiência e atratividade de nosso direito societário e de nosso mercado de capitais.

INCORPORAÇÃO SOCIETÁRIA MEDIANTE CONTRAPRESTAÇÃO PECUNIÁRIA: A *CASH MERGER* NO DIREITO BRASILEIRO

Cristina de Freitas Bueno[600]

Júlia Gomes de Paula[601]

1. INTRODUÇÃO

Uma das principais características do capitalismo contemporâneo é a tendência à concentração econômica das organizações produtivas – fenômeno cujas raízes remontam a momento muito anterior à atualidade, tendo se consolidado a partir do período que se seguiu à Revolução Industrial[602]_[603]. Ao direito societário cabe

600 Advogada em São Paulo. Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo – USP.

601 Advogada em São Paulo. Mestranda em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo – USP e bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG.

602 BULGARELLI, Waldirio. *Fusões, Incorporações e Cisões de Sociedades*. São Paulo: Atlas, 1996, p. 21.

603 Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, ao tratarem do fenômeno da concentração econômica no contexto do anteprojeto da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, destacam que tal concentração foi impulsionada por objetivos estruturais das próprias organizações produtivas: "Esse processo de concentração foi naturalmente induzido por dois objetivos visados pelas organizações produtivas: diminuir a instabilidade a que estão sujeitas as empresas que vendem em mercados altamente competitivos e obter vantagens propiciadas pela grande dimensão – redução dos custos unitários de produção, integração vertical da produção ou maior poder nos mercados, capacidade para planejar a longo prazo, segurança de financiamento da expansão através de reinvestimento de lucros, capacidade de investir em pesquisa tecnológica e no desenvolvimento de novos produtos, e maior poder nas relações com as comunidades locais e os governos nacionais" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 70). Nessa mesma linha, Nelson Eizirik afirma que: "O moderno capitalismo caracteriza-se, conforme pode ser observado na prática dos negócios, por um alto grau de concentração econômica, o qual decorre de três fatores essenciais: a) da existência de economias de escala que a concentração possibilita, quer ao nível da unidade técnica de produção, quer ao nível da gestão empresarial, dado que os empresários buscam sempre minimizar seus custos de produção e de distribuição dos

a função de instrumentalizar esse movimento concentracionista, oferecendo ao mercado os mecanismos jurídicos necessários à sua operacionalização[604]. Nesse contexto, a incorporação societária figura entre os institutos mais frequentemente utilizados para tanto, em razão da notável flexibilidade que a caracteriza: um mesmo rito legal pode ser mobilizado para fins variados – migração de bases acionárias, verticalização, consolidação de controle[605] –, cada qual perseguindo resultado distinto sob a mesma roupagem formal[606].

Em linhas gerais, a incorporação se caracteriza pela absorção, por uma sociedade incorporadora, da totalidade do patrimônio de outra sociedade – na modalidade *stricto sensu* – ou da totalidade das ações de emissão de uma companhia – na denominada incorporação de ações. Na incorporação *stricto sensu*, a sociedade incorporada é extinta, sucedendo-lhe a incorporadora em todos os seus direitos

produtos; b) do impacto dos avanços tecnológicos na produção econômica; como a inovação tecnológica constitui uma das principais fontes de lucros das empresas e dada a maior dificuldade de seu desenvolvimento em unidades isoladas de produção, há uma tendência crescente para a concentração; e c) da necessidade de diversificação na produção e distribuição dos produtos, com a conseqüente diminuição dos riscos inerentes a uma atividade monoprodutora" (EIZIRIK, Nelson. Incorporação de ações: aspectos polêmicos. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 78).

604 EIZIRIK, Nelson. Incorporação de ações: aspectos polêmicos. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 78. Sobre os mecanismos jurídicos utilizados para instrumentalizar processos de concentração empresarial: KÜBLER, Friedrich. *Derecho de sociedades*, 5. ed. Tradução do alemão por Michèle Klein. Madrid: Fundación Cultural del Notariado, 2001, p. 577-581.

605 PONTES, Evandro Fernandes de. *Incorporação de Ações no Direito Brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2016, p. 59.

606 Nesse sentido, afirma Waldirio Bulgarelli: "No quadro geral concentracionista, a fusão e a incorporação tomaram um novo sentido, não em si mesmas, como integração societária, mas, pelas causas e objetivos visados e, conseqüentemente, por seus efeitos. Tanto assim, que, enlaçadas à concentração horizontal e vertical, sob o aspecto econômico, onde a incorporação surgia como uma verdadeira absorção da mais fraca pela mais forte, hoje, o fenômeno ocorre também por variadas causas, entre elas a concentração diagonal ou conglomerado, as de natureza fiscal, ou então para subtraírem-se às leis contra o abuso do poder econômico, o que deita por terra a concepção simplista de outrora, de que constituía sempre um fenômeno de crescimento da empresa" (BULGARELLI, Waldirio. *Fusões, Incorporações e Cisões de Sociedades*. São Paulo: Atlas, 1996, p. 22).

e obrigações[607]. Já na incorporação de ações, a companhia cujas ações são incorporadas passa à condição de subsidiária integral da incorporadora, sem que haja a extinção de qualquer sociedade[608].

Em ambas as modalidades, com a efetivação da operação, as bases acionárias das sociedades envolvidas se integram: os acionistas da incorporada passam a ser titulares de ações de emissão da incorporadora, em processo que a prática denomina "relação de substituição" ou "relação de troca"[609]. Esse mecanismo definirá a participação relativa de cada acionista no patrimônio social resultante da operação – fruto da combinação dos patrimônios das sociedades envolvidas – e a distribuição dos direitos políticos e econômicos entre eles[610].

É na modulação dessa relação de troca que se situa o centro do presente trabalho. Na prática empresarial, observa-se, com crescente frequência, a realização de incorporações em que a contraprestação devida aos acionistas da incorporada não se limita a ações da incorporadora, mas contempla, em maior ou menor medida, o pagamento de parcela em dinheiro. Como a lei brasileira admite – ao menos em sua literalidade – tão somente a entrega de ações como contrapartida na relação de troca, as partes envolvidas nessas operações têm recorrido ao instituto do resgate acionário para viabilizar a contraprestação pecuniária[611].

---

607 Art. 227 da Lei das S.A.

608 Art. 252 da Lei das S.A.

609 Para um estudo completo acerca da relação de substituição em operações de incorporação e incorporação de ações, veja-se: CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

610 HEBLING, Julia Corrente. *Atribuição de contrapartida em dinheiro nas operações de incorporação e incorporação de ações no direito brasileiro: admissibilidade e limites à luz dos interesses dos acionistas*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2024, p. 38.

611 Entre os exemplos de operações estruturadas por meio de incorporações societárias combinadas com resgate de ações, podem ser mencionadas: a combinação de negócios entre Bovespa Holding S.A. e BM&F, que resultou na criação da BM&FBOVESPA, em 2008; a combinação entre Datasul S.A. e Totvs S.A., também em 2008; a combinação entre Bematech S.A. e Totvs S.A., em 2015; a combinação entre

Nesses casos, os acionistas da sociedade incorporada, ou da sociedade cujas ações estão sendo incorporadas, recebem ações preferenciais resgatáveis emitidas pela incorporadora, as quais são imediatamente resgatadas e convertidas em dinheiro. Como resultado, a contrapartida recebida pelos acionistas, ao final, assume natureza pecuniária, e não acionária[612].

Esse tipo de operação – denominada, no direito norte-americano, *cash merger* – tem sido objeto de contestação por parte da doutrina e por acionistas minoritários das sociedades incorporadas[613]. Um dos argumentos que sustentam é que, ao contrário da alienação privada de ações, que pressupõe o consentimento individual do acionista, a incorporação, uma vez aprovada pela maioria do capital votante, obriga a todos os acionistas da incorporada – inclusive àqueles que a ela se opõem. Quando a relação de troca envolve exclusivamente ações não resgatáveis da incorporadora, os acionistas minoritários dissidentes ao menos preservam, ainda que de forma indireta, a titularidade econômica do patrimônio que originalmente detinham. Quando, porém, a contrapartida é total ou parcialmente pecuniária, essa titularidade se dissolve: o que resta ao acionista é dinheiro – e não mais uma participação societária[614].

Cetip S.A. – Mercados Organizados e BM&FBOVESPA, em 2017; a combinação entre Fibria Celulose S.A. e Suzano Papel e Celulose S.A., em 2019; a combinação entre Cia Hering S.A. e Grupo de Moda Soma S.A., em 2021; a combinação entre Linx S.A. e STNE Participações S.A., também em 2021; a combinação entre Smiles Fidelidade S.A. e Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., em 2021; a combinação entre Hapvida Participações e Investimentos S.A. e Notre Dame Intermédica Participações S.A., em 2022; e a combinação entre Fleury S.A. e Instituto Hermes Pardini S.A., em 2023.

612 HEBLING, Julia Corrente. *Atribuição de contrapartida em dinheiro nas operações de incorporação e incorporação de ações no direito brasileiro: admissibilidade e limites à luz dos interesses dos acionistas*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2024, p. 11.

613 Como exemplo de autor que sustenta a inadmissibilidade das incorporações com pagamento em dinheiro no ordenamento jurídico brasileiro: MUNHOZ, Eduardo Secchi. Cash-out mergers e o direito brasileiro. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas*: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 1, p. 307-330.

614 Ao questionar a admissibilidade dessa estrutura no ordenamento jurídico brasileiro, Julia Hebling observa que: "Uma incorporação típica caracteriza-se pela

No Brasil, uma das discussões mais relevantes sobre o tema foi enfrentada pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários quando do julgamento do Caso Suzano/Fibria[615]. Nessa operação, a Suzano incorporou as ações de emissão da Fibria, que se tornou sua subsidiária integral. Em uma das etapas da reorganização societária, as ações preferenciais inicialmente entregues aos acionistas da Fibria foram resgatadas, resultando no pagamento, em dinheiro, de aproximadamente 80% (oitenta por cento) do valor atribuído às ações da incorporada[616].

A estrutura foi contestada por acionistas minoritários da Fibria, que sustentaram que a operação violaria a Lei das S.A. ao impor aos acionistas da incorporada o recebimento de uma contraprestação composta por dinheiro e ações, em vez de lhes assegurar participação correspondente no capital da incorporadora. Para eles, a operação representaria a expropriação indevida de parcela substancial da participação societária dos acionistas minoritários, que seriam compelidos a receber dinheiro em substituição a ações da Suzano.

Na ocasião, não obstante o voto divergente do Diretor Gustavo Borba, a maioria do Colegiado reconheceu a legalidade da estrutura.

---

substituição da posição dos acionistas da sociedade incorporada, que passam a receber exclusivamente ações da incorporadora. Embora seus direitos sejam reconfigurados, permanece preservado o vínculo societário com a companhia resultante da operação. Em contrapartida, quando a relação de troca é estabelecida integral ou majoritariamente em dinheiro, ocorre a extinção efetiva da participação societária dos acionistas da incorporada, a qual é convertida em pecúnia, aproximando-se de uma verdadeira liquidação compulsória do investimento" (HEBLING, *op. cit.,* p. 13).

615 Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Colegiado. Processos SEI nº 19957.007756/2018-46 e nº 19957.007885/2018-34. Decisão do Colegiado de 4 de setembro de 2018.

616 A operação foi estruturada em quatro etapas interdependentes. Inicialmente, a Suzano aportou recursos em uma holding não operacional constituída para a reorganização, mediante aumento de capital em valor equivalente ao montante a ser pago em dinheiro aos acionistas da Fibria. Em seguida, a holding incorporou a totalidade das ações de emissão da Fibria, atribuindo aos acionistas da companhia, para cada ação incorporada, uma ação ordinária e uma ação preferencial resgatável de sua emissão. Na etapa subsequente, a totalidade das ações preferenciais foi resgatada mediante o pagamento de aproximadamente R$ 50,00 por ação. Por fim, a holding foi incorporada pela Suzano, que emitiu ações ordinárias em favor dos antigos acionistas da Fibria em substituição às ações ordinárias da holding.

Em seu voto, Borba sustentou que a Lei das S.A. exige que, em operações de incorporação, as ações da incorporada sejam substituídas por ações da incorporadora, não sendo admissível impor aos acionistas, sem sua concordância, o recebimento de ativos de outra natureza. Para o Diretor, as ações preferenciais resgatáveis emitidas no contexto da operação possuíam caráter meramente instrumental e não poderiam ocultar o fato de que parcela substancial da participação dos acionistas da Fibria estava sendo compulsoriamente convertida em dinheiro, em afronta ao regime jurídico das incorporações.

A maioria do Colegiado, no entanto, entendeu que cada uma das etapas da reorganização observava os requisitos legais aplicáveis aos institutos empregados – notadamente a incorporação de ações e o resgate de ações preferenciais – e que a combinação desses negócios jurídicos não poderia ser reputada ilícita apenas por produzir efeitos diversos daqueles decorrentes de sua utilização isolada. Segundo prevaleceu, somente haveria irregularidade se a estrutura, considerada em seu conjunto, conduzisse a resultado vedado pela legislação societária, o que não se verificou no caso concreto.

Essa decisão operou como importante reforço à chancela institucional das *cash mergers*[617] no ordenamento brasileiro, encorajando o mercado a replicar a estrutura. No entanto, ainda que se trate de um instituto já incorporado à prática do mercado, o direito brasileiro ainda ocupa uma posição de incômodo equilíbrio em relação ao tema. De um lado, a ausência de vedação expressa, a princípio, permite a utilização da estrutura da *cash merger* no país; de outro, a inexistência de disciplina normativa específica gera significativa incerteza jurídica quanto aos seus limites e às salvaguardas aplicáveis, sobretudo no que se refere à proteção de acionistas minoritários.

É nesse vácuo normativo que o presente trabalho se instala. As páginas que se seguem percorrem, em ordem, o direito comparado, a teoria do negócio indireto, os limites do princípio majoritário e o

617 Embora a terminologia mais adequada seja "incorporação societária mediante contraprestação pecuniária" – ou expressão similar –, adotaremos, por simplicidade e em linha com o jargão do mercado, o termo "*cash merger*" ao longo deste trabalho.

debate sobre o direito de o acionista permanecer sócio – com o objetivo de contribuir para o exame crítico da opção legislativa brasileira e de seus efeitos sobre o desenvolvimento do nosso mercado de capitais.

2. A *CASH MERGER* NO DIREITO COMPARADO

Para situar melhor os problemas que o direito brasileiro enfrenta diante das *cash mergers*, mostra-se particularmente valioso recorrer ao direito comparado. A experiência estrangeira não apenas revela as soluções encontradas em outros ordenamentos jurídicos, como também permite antecipar os riscos que a ausência de regulação carrega consigo.

No direito norte-americano, a utilização de dinheiro como contrapartida em operações de incorporação societária é expressamente admitida em lei há mais de um século. O primeiro estado a reconhecer as *cash mergers* foi a Flórida, no ano de 1925, tendência que logo foi seguida pelos demais estados da federação[618].

A despeito de reconhecer a legalidade do instituto, o legislador não deixou os acionistas minoritários sem proteção. O acionista dissidente pode buscar tutela jurisdicional com fundamento em ilegalidades como abuso de poder, conflito de interesses (*self-dealing*) ou descumprimento de requisitos legais, pleiteando medidas inibitórias (*injunctions*), anulação da operação (*rescission*) ou indenização por perdas e danos. Alternativamente, pode exercer o *right of appraisal*, mecanismo que lhe assegura o recebimento judicial do justo valor de suas ações, independentemente da demonstração de qualquer ilegalidade específica[619].

Não por acaso, a admissão legal da contraprestação pecuniária reflete uma característica marcante do modelo norte-americano: a compreensão de que os acionistas minoritários são essencialmente

618 VENTORUZZO, Marco. Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals. *Virginia Journal of International Law*, v. 50, 2010, p. 854.

619 VENTORUZZO, Marco. Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals. *Virginia Journal of International Law*, v. 50, 2010, p. 854.

investidores com interesse exclusivamente patrimonial na companhia. Nessa perspectiva, o acionista não detém propriamente um direito absoluto de permanecer sócio, podendo sua posição societária ser convertida compulsoriamente em dinheiro, desde que lhe seja assegurada compensação considerada justa[620].

Essa ampla liberdade conferida às partes, contudo, permitiu que as *cash mergers* deixassem de ser utilizadas apenas como instrumentos de reorganização empresarial ou de venda da companhia, passando também a servir à eliminação compulsória de acionistas minoritários. Não surpreende, portanto, que operações dessa natureza tenham se tornado – e continuem sendo – terreno fértil para litígios societários nos Estados Unidos da América[621].

Na União Europeia, em sentido diametralmente oposto, observa-se uma tendência de limitar substancialmente o instituto. A Diretiva 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, estabelece que os acionistas de uma sociedade a ser incorporada devem receber ações de emissão da incorporadora, admitindo o pagamento de parcela em dinheiro apenas quando este não exceda 10% (dez por cento) do valor nominal das ações ou, na ausência deste, do respectivo valor contábil[622]. Não obstante, o art. 116 da mesma Diretiva abre espaço para que os Estados-membros autorizem pagamentos em dinheiro superiores a esse limite, hipótese em que se aplicam as

620 *Ibid.*, p. 912.

621 BRUDNEY, Victor; CHIRELSTEIN, Marvin A. A Restatement of Corporate Freezouts, *Yale Law Journal*, v. 87, 1978, p. 1355.

622 "Artigo 89.º: 1. Para efeitos do presente capítulo, entende-se por «fusão mediante incorporação» a operação pela qual uma ou várias sociedades, por meio de uma dissolução sem liquidação, transferem para outra todo o seu património ativo e passivo, mediante a atribuição aos acionistas da sociedade ou sociedades incorporadas de ações da sociedade incorporante e, eventualmente, de uma quantia em dinheiro não superior a 10% do valor nominal das ações assim atribuídas ou, na falta de valor nominal, do seu valor contabilístico". Da mesma forma, "Artigo 90.º: Para os efeitos do presente capítulo, entende-se por «fusão mediante a constituição de uma nova sociedade» a operação pela qual várias sociedades, por meio da sua dissolução sem liquidação, transferem para uma sociedade que elas constituem todo o seu património ativo e passivo, mediante a atribuição aos seus acionistas de ações da nova sociedade e, eventualmente, de uma quantia em dinheiro não superior a 10% do valor nominal das ações atribuídas ou, na falta de valor nominal, do seu valor contabilístico".

exigências de proteção de acionistas e credores previstas na própria Diretiva[623]. Essa limitação geral decorre do princípio amplamente aceito na União Europeia, segundo o qual o acionista não pode ser privado da titularidade de suas ações sem o seu consentimento[624].

Embora a redação da norma não seja inteiramente clara nesse sentido, parcela relevante da doutrina europeia entende que a atribuição de contrapartida em dinheiro está condicionada à observância de dois requisitos cumulativos: (i) a parcela em dinheiro deve ser utilizada exclusivamente para solucionar o problema das frações de ações, sendo inadmissível em outras hipóteses; e (ii) deve possuir caráter meramente complementar à atribuição de ações da sociedade incorporadora. Nessa perspectiva, defende-se que a admissibilidade da contrapartida em dinheiro no direito europeu é bastante restrita e orientada por uma finalidade específica: viabilizar a operação nos casos em que não seja possível atribuir aos acionistas da sociedade incorporada um número inteiro de ações emitidas pela incorporadora[625].

A opção legislativa europeia, porém, não é isenta de custos. Ao restringir as hipóteses em que os acionistas podem receber contrapartida em dinheiro, reduz-se a flexibilidade na estruturação de operações e limita-se o espectro de soluções disponíveis para

623 "Artigo 116.º: Caso a legislação de um Estado-Membro permita, para uma das operações referidas no artigo 88.º, que a quantia em dinheiro ultrapasse a percentagem de 10%, aplicam-se as secções 2 e 3 do presente capítulo e os artigos 113.º, 114.º e 115.º".

624 VENTORUZZO, Marco. Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals. *Virginia Journal of International Law*, v. 50, 2010, p. 878.

625 HEBLING, Julia Corrente. *Atribuição de contrapartida em dinheiro nas operações de incorporação e incorporação de ações no direito brasileiro: admissibilidade e limites à luz dos interesses dos acionistas*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2024, p. 51. Sobre o tema, Luiz Eduardo Corradini aponta que a redação proposta pela Diretiva é objeto de críticas por não ter delimitado com maior precisão o caráter residual da contraprestação em dinheiro, suscitando debate acerca da possibilidade de que essa parcela pecuniária seja livremente adotada pela administração mesmo quando dispensável para assegurar o ajuste proporcional da participação dos sócios nos termos da relação de substituição acordada (cf. CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 60-61).

acomodar interesses econômicos das partes envolvidas. Em determinadas circunstâncias, tais restrições podem até mesmo dificultar a implementação de operações que, sob outra conformação jurídica, poderiam revelar-se eficientes e gerar benefícios econômicos relevantes[626].

O cotejo entre os dois modelos evidencia que as escolhas regulatórias nessa matéria não são neutras: proteger o minoritário e viabilizar grandes operações societárias são objetivos que, em alguma medida, se tensionam. O direito brasileiro, como se verá a seguir, ainda não encontrou uma posição clara entre esses dois polos – e é dessa indefinição que emergem os problemas que ora passamos a examinar.

3. SIMULAÇÃO, NEGÓCIO INDIRETO E FRAUDE À LEI

Como visto, o direito brasileiro não admite – ao menos não expressamente – a contraprestação pecuniária no âmbito de processos de incorporação societária, razão pela qual esse resultado vem sendo alcançado, na prática, por meio da conjugação de negócios jurídicos distintos. Não obstante, podem ser formuladas objeções à legalidade dessas estruturas, sob o argumento de que constituiriam negócios jurídicos simulados ou fraudulentos. Cabe, aqui, examinar brevemente esses argumentos.

A simulação é elencada, no artigo 167 do Código Civil, como causa de nulidade do negócio jurídico. Segundo Clóvis Beviláqua, consiste a simulação em uma "*declaração enganosa da vontade, visando produzir efeito diverso do ostensivamente indicado*"[627]. Vale dizer: no negócio simulado, a vontade exteriorizada pelas partes é intencionalmente divergente de sua vontade real[628].

626 HEBLING, *op. cit.*, p. 57-58.

627 BEVILÁQUA, Clóvis. *Código Civil Comentado*, v. 1. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1949, p. 371.

628 GOMES, Orlando. *Introdução ao direito civil*. 22. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 319. Nesse mesmo sentido, Tullio Ascarelli esclarece que: "Na simulação as partes, para alcançar o fim visado, declaram o que não corresponde à vontade delas, regulando, no entanto, clandestinamente, as próprias relações jurídicas de modo

Não parece sustentável, diante disso, enquadrar como simulação a conjugação de negócios jurídicos distintos voltada a viabilizar a entrega de dinheiro aos acionistas da sociedade incorporada. Nessas situações, não há qualquer divergência entre o intento das partes e a manifestação de vontade por elas externalizada. As partes desejam submeter-se aos efeitos de todos os atos que praticam, e o escopo último por elas perseguido – a entrega de dinheiro aos acionistas da incorporada – não é, em momento algum, ocultado de terceiros.

Em verdade, operações dessa natureza configuram negócio jurídico indireto[629] – que, como se sabe, não se confunde com o negócio simulado[630]. Tullio Ascarelli, em seu incomparável estudo sobre o tema, ensina que se verifica um negócio indireto "*sempre que as partes recorrem, no caso concreto, a um negócio determinado visando a alcançar através dele, consciente e consensualmente, finalidades diversas das que, em princípio, lhe são típicas*"[631]. Trata-se, em outras palavras, de aproveitar um tipo negocial para atingir fim diverso daquele que sua causa típica tem em vista[632].

Negócio jurídico indireto, contudo, não é sinônimo de negócio válido. É que ele pode ser celebrado em fraude à lei – situação que se configura quando a finalidade ulterior objetivada pelas partes é ilícita, ainda que os atos isoladamente considerados sejam, cada qual,

---

conforme à vontade real [...]" (ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945, p. 179-180).

629 Essa foi a posição adotada por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França em parecer apresentado no âmbito do Caso Suzano/Fibria (cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Da regularidade das operações mediante a incorporação da totalidade das ações com pagamento aos acionistas com parcela em dinheiro e parcela em ações preferenciais rescatáveis. In: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). *Fusões e Aquisições – pareceres*. São Paulo: Almedina, 2022, p. 59-80).

630 Nas palavras de Orlando Gomes: "Para haver negócio indireto é preciso que, através de negócio típico, que as partes quiserem realmente realizar, seja visado fim diverso do que lhe corresponde. O negócio é querido pelas partes; por isso não se pode identificar o negócio indireto com o negócio simulado." (GOMES, *op. cit.,* p. 268-269).

631 ASCARELLI, *op. cit.*, p. 156.

632 BETTI, Emilio. *Teoria Geral do Negócio Jurídico*, tomo II. Coimbra: Coimbra Editora, 1969, p. 228.

lícitos[633]. A fraude à lei, nesse sentido, não opera sobre a causa típica do negócio, mas sobre o objetivo visado pelas partes: o que se sanciona não é o meio empregado, mas o fim alcançado por meio dele[634].

Assim, no negócio celebrado em fraude à lei, ao contrário do que ocorre na simulação, não há divergência entre a vontade declarada e a vontade real. O que existe é um negócio jurídico celebrado com o propósito de contornar a incidência de norma imperativa e alcançar resultado que ela veda. Na síntese lapidar de Pontes de Miranda, "*[m]ediante fraude à lei, obtém-se o que a lei proíbe usando-se o que a lei permite*"[635]. A fraude à lei pressupõe, por conseguinte, a existência de uma norma imperativa que vede o resultado pretendido pelas partes.

Partindo dessa premissa, parcela relevante da doutrina brasileira sustenta a legalidade da estrutura de *cash merger* no Brasil. Em parecer elaborado no âmbito do Caso Suzano/Fibria, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França leciona que a entrega de dinheiro aos acionistas da incorporada não se insere no âmbito da incorporação em si, mas de negócio jurídico distinto e anterior – o resgate acionário –, a ela apenas conexo. Nessa perspectiva, tanto a incorporação quanto o resgate acionário seriam, individualmente considerados, plenamente regulares e lícitos. Ainda que assim não o fosse, o autor defende que inexiste na Lei das S.A. norma proibitiva que vede o recebimento, pelos

633 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Da regularidade das operações mediante a incorporação da totalidade das ações com pagamento aos acionistas com parcela em dinheiro e parcela em ações preferenciais rescatáveis. In: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). *Fusões e Aquisições – pareceres*. São Paulo: Almedina, 2022, p. 67.

634 Vale reproduzir, a esse propósito, a lição de Ascarelli: "A distinção entre o negócio indireto e o negócio simulado, considerada nas páginas anteriores, não deve, é óbvio, levar à conclusão de que o primeiro seja sempre válido. Os fins visados pelas partes podem ser ilícitos; o negócio indireto será, então, ilícito e, portanto, nulo, o negócio fraudulento constitui, afinal, uma subespécie do negócio indireto. A ilegitimidade não recai, nesta hipótese, sobre a causa típica do negócio adotado pelas partes; recai sobre o objetivo último por estas concretamente visado; é, portanto, relevante juridicamente, enquanto podem ser anulados os negócios cujos motivos (comuns a todas as partes) sejam ilícitos" (ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945, p. 185).

635 PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*, tomo VI. Rio de Janeiro: Borsoi, 1955, p. 511.

acionistas, de contraprestação parcialmente em ações e parcialmente em dinheiro, destacando a ampla liberdade conferida aos particulares para a organização de operações societárias, inclusive no que se refere à definição da relação de troca[636]_[637].

A posição encontra eco nas lições de Bulhões Pedreira, para quem as relações de troca "*são livremente negociadas e ajustadas pelas duas sociedades. São aspectos do negócio que só interessam às sociedades e seus sócios, porque somente para eles têm implicações patrimoniais*"[638]. Assim, a legislação societária brasileira deixou a definição da relação de substituição ao juízo das partes diretamente interessadas na operação – administradores e acionistas das sociedades envolvidas –, permitindo a consideração dos mais variados elementos, de acordo com as circunstâncias julgadas mais adequadas ao caso concreto e às particularidades de cada operação[639].

Essa liberdade para determinar a relação de troca, contudo, encontra limites no nosso ordenamento? Seria legítimo à maioria

636 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Da regularidade das operações mediante a incorporação da totalidade das ações com pagamento aos acionistas com parcela em dinheiro e parcela em ações preferenciais rescatáveis. In: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). *Fusões e Aquisições – pareceres*. São Paulo: Almedina, 2022, p. 69-70.

637 Nessa mesma direção, Eizirik afirma com habitual acuidade: "A entrega de ações preferenciais resgatáveis aos acionistas da sociedade não é vedada pela Lei das S.A., não caracterizando fraude ao direito dos acionistas minoritários. Não há qualquer ilegalidade em se combinar diferentes operações previstas na Lei das S.A. (aumento de capital, incorporação de ações, resgate e incorporação de sociedade) no âmbito de uma única reorganização societária, que resulte em parte da relação de troca sendo paga em dinheiro. Ademais, não existe na Lei das S.A. qualquer dispositivo determinando a obrigatoriedade de, em operações de reorganização societária, como a incorporação, a relação de troca ser fixada exclusivamente em ações. Assim, em virtude do princípio da liberdade de contratar, deve ser reconhecida a legitimidade da combinação de negócios para que a relação de troca seja fixada parte em dinheiro e parte em ações" (EIZIRIK, Nelson. *M&A – Regime Societário e Contratual*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 74).

638 BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Avaliação do patrimônio líquido de sociedade a ser incorporada. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2. Parte 3: Pareceres. p. 561.

639 HEBLING, Julia Corrente. *Atribuição de contrapartida em dinheiro nas operações de incorporação e incorporação de ações no direito brasileiro: admissibilidade e limites à luz dos interesses dos acionistas*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2024, p. 112.

impor ao acionista minoritário a substituição compulsória de sua participação por dinheiro, ou tal resultado – ainda que alcançado por via formalmente lícita – esbarraria em seus direitos essenciais? É a partir dessas indagações que a análise se desloca para o plano seguinte.

4. OS LIMITES DO PRINCÍPIO MAJORITÁRIO

A aferição da legalidade de uma *cash merger* não pode ser realizada sem antes compreender os contornos do princípio majoritário e, sobretudo, as fronteiras que o ordenamento jurídico lhe impõe. Como bem observou Rodrigo Tellechea, "*a delimitação entre a esfera individual e a esfera social e, por conseguinte, até que ponto o interesse do acionista está sujeito à vontade da maioria, é um dos problemas mais árduos do direito societário*"[640].

Enquanto, nas sociedades de pessoas, a forte dimensão personalística da relação societária faz prevalecer o princípio da unanimidade, nas sociedades de capital o princípio majoritário prevalece[641]. A consagração desse princípio representa a solução tradicionalmente adotada pelo direito societário para equacionar a permanente tensão entre os interesses da maioria e os da minoria no âmbito da assembleia geral[642].

Para Marcelo Vieira von Adamek, a opção do legislador pátrio pelo princípio majoritário nas sociedades de capital parte da premissa de que apenas esse modelo permite a necessária formação unitária da vontade social. Embora a exigência de unanimidade assegurasse a participação de todos os sócios em cada deliberação, ela comprometeria a própria capacidade de atuação da sociedade, uma vez que a oposição de um único acionista seria suficiente para impedir

640 TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia Privada no Direito Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 273-274.

641 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, p. 43.

642 TELLECHEA, *op. cit.*, p. 271.

a tomada de decisões[643]. Nesse mesmo sentido, como precisamente observava Carvalho de Mendonça, "*[e]xigir a unanimidade seria expor a sociedade à inação, seria cair no absurdo de atribuir a um só acionista a qualidade de representante ou árbitro da vontade social*"[644].

Do princípio majoritário surge, contudo, a problemática dos limites aos quais ele se submete – "*a questão do controle do poder da maioria*", na expressão de Lorenz Fastrich[645]. No direito societário brasileiro, o poder decisório da maioria encontra fronteiras, no contexto das incorporações, em três planos distintos: (i) nas normas cogentes que regem o processo de incorporação societária; (ii) nas regras relativas ao voto conflitante, em sentido amplo; e (iii) nos direitos essenciais dos acionistas.

No que toca ao regramento da incorporação, a Lei das S.A. prevê um rito imperativo ao qual a operação deve necessariamente se submeter. Não podem as partes – nem mesmo mediante decisão unânime das bases acionárias de todas as companhias envolvidas – afastar o rito legalmente previsto. Esse procedimento funciona, assim, como barreira intransponível ao poder decisório da maioria acionária.

No plano do voto, o poder de votar em assembleia geral deve ser exercido pelo acionista no interesse da companhia[646], em estrita observância ao dever de lealdade societária. Esse dever – extraível de diversos dispositivos da lei societária, a começar pelo artigo 115 da Lei das S.A. – impõe aos acionistas a obrigação de não adotar comportamentos que possam, de algum modo, lesar legítimos

643 ADAMEK, *op. cit.*, p. 43-44.

644 CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. v. 4. 5. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1954, p. 11.

645 FASTRICH, Lorenz. Raciocínio jurídico funcional a exemplo do direito societário. Tradução do alemão por Nilson Lautenschleger. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 140, 2005, p. 58.

646 Luiz Gastão Paes de Barros Leães esclarece que o interesse social não se confunde com o interesse da maioria acionária, tampouco corresponde à mera soma dos interesses individuais dos sócios: "o interesse social ou da companhia não é redutível, assim, a qualquer interesse dos sócios, mas sim, unicamente, ao seu interesse comum, de realização do escopo social. O interesse social consiste, pois, no interesse dos sócios à realização desse objetivo comum" (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. 2, p. 246).

interesses e expectativas dos demais acionistas ou da própria companhia[647]. Uma vez que o voto proferido em desacordo com esses ditames é inválido[648] – e, portanto, passível de anulação –, também essas regras delimitam fronteiras ao princípio majoritário[649].

Por fim, no plano dos direitos individuais, o artigo 109 da Lei das S.A. elenca um rol de prerrogativas das quais os acionistas não podem ser privados nem pelo estatuto social nem pela própria assembleia geral. O referido dispositivo é a materialização normativa da proteção individual dos acionistas – que, como precisa Marcelo Vieira von Adamek, não se confunde com a proteção às minorias[650], cada qual operando em planos distintos e com funções próprias.

É nesse terreno – o da tensão entre a vontade da maioria e os direitos individuais dos acionistas – que a *cash merger* revela sua zona mais sensível. A análise conduz, assim, à seguinte indagação: existe, no direito brasileiro, um direito essencial de permanecer sócio capaz de limitar o princípio da maioria e, em caso afirmativo, qual o seu conteúdo e alcance?

5. O DIREITO DE PERMANECER SÓCIO

Há quem sustente que a legislação brasileira prevê, ainda que implicitamente, um direito do acionista de permanecer sócio. Até onde a pesquisa realizada para o presente trabalho pôde alcançar, a primeira voz a advogar pelo direito à preservação do *status socii* no direito brasileiro foi Fábio Konder Comparato, em artigo dedicado

647 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, p. 166.

648 Caso o voto viciado seja determinante para a formação da maioria, a própria deliberação poderá vir a ser invalidada. Sobre o complexo tema das invalidades na nossa lei societária: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A*, 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2017.

649 Sobre o tema, recomendamos a insuperável obra de Erasmo Valladão: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembléias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*, 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.

650 Sobre a diferenciação entre proteção individual e proteção à minoria: ADAMEK, *op. cit.*, p. 55-56.

à análise do instituto do resgate acionário. Para o referido autor, os direitos essenciais dos acionistas – previstos no artigo 109 da Lei das S.A., como vimos – "*[...] fundam-se no mesmo pressuposto lógico: o direito ao status de acionista, o direito de permanecer sócio*"[651].

No plano do direito estrangeiro, o notável jurista alemão Herbert Wiedemann sustentou que a Lei Fundamental alemã (*Grundgesetz*)[652], ao garantir o direito de propriedade – neste caso, a propriedade acionária –, confere proteção à manutenção do *status socii* (*Mitgliederstatus*) pelo acionista, que não pode ser privado da titularidade de suas ações nem mesmo mediante compensação financeira adequada[653]. Transpondo esse raciocínio para o ordenamento jurídico brasileiro, seria possível concluir que o artigo 5º, XXII, da Constituição Federal asseguraria ao acionista essa mesma proteção à manutenção da propriedade acionária. Esse argumento foi invocado por Daniel Kalansky ao se posicionar pela ilegalidade da operação de incorporação da Fibria pela Suzano[654].

---

651 Na lição de Comparato: "Sem dúvida, as companhias não são sociedades globais e necessárias, como as sociedades políticas. Ninguém é obrigado a ser acionista nem a permanecer na companhia. Mas, em contrapartida, ninguém pode ser privado, de modo indevido ou abusivo, de sua condição de acionista; porque, se o pudesse, todo o sistema de defesa dos direitos e garantias essenciais do acionista seria vão e absurdo. O acionista controlador que desejasse, num assomo de prepotência, impedir ao minoritário o exercício do direito à exibição de livros (arts. 105 e 109, III), poderia, por exemplo, excluí-lo da companhia. Não importa que essa exclusão se fizesse com o reembolso do valor das ações do acionista expulso (e tal seria que nem isso se desse!); a indenização expropriatória não deixaria de ser o preço inadmissível de uma eliminação abusiva do sócio. É preciso, com efeito, reconhecer que todos os direitos essenciais do acionista, catalogados no art. 109 da Lei 6.404, fundam-se no mesmo pressuposto lógico: o direito ao status de acionista, o direito de permanecer sócio" (COMPARATO, Fábio Konder. Funções e disfunções do resgate acionário. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 73, jan./mar. 1989, p. 66–73, p. 68).

652 Equivalente, para fins de referência, à nossa Constituição Federal.

653 WIEDEMANN, Herbert. O Pequeno Acionista é Acionista? Tradução do alemão por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Bruno Di Dotto. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 170/171, 2015/2016, p. 36.

654 Para Kalansky, o acionista da sociedade objeto da incorporação de ações, diante de deliberação da maioria, se veria obrigado a trocar suas ações por dinheiro. A situação seria ilegal, em primeiro lugar, porque o princípio majoritário se aplica à condução dos negócios da companhia, mas não à decisão do acionista, controlador ou minoritário, de dispor acerca de sua participação societária – direito que só compete

Um contraponto a essa linha argumentativa – calcada no direito constitucionalmente assegurado de propriedade – é apresentado por Evandro Fernandes de Pontes. Segundo esse autor, no âmbito da chamada "*empresa contemporânea*", as ações assumem características que pouco ou nada guardam de direito real. Por essa razão, sustenta não ser possível transplantar acriticamente para o direito societário categorias de direito real – como o direito de propriedade –, sobretudo quando se trata de processos de incorporação societária[655].

Em sentido semelhante, Erasmo Valladão pondera que o direito de permanecer sócio, embora princípio inegavelmente relevante, não é absoluto no ordenamento brasileiro. O próprio artigo 44, § 6º, da Lei das S.A. autoriza a maioria dos titulares de determinada classe de ações a aprovar o seu resgate, hipótese em que a minoria, ainda que contra sua vontade, perde o *status socii*[656]. Se a própria lei admite, em determinadas circunstâncias, a supressão da condição de acionista por deliberação majoritária, não seria coerente elevar o direito de

ao próprio acionista. A obrigação de contrapartida em dinheiro nas operações de incorporação de ações, então, afrontaria a própria garantia fundamental ao direito de propriedade, previsto no *caput* e no inciso XXII do art. 5º da Constituição Federal (Cf. KALANSKY, Daniel. A contrapartida com ações resgatáveis numa incorporação de ações respeita a Lei das S.A.s?. *Capital Aberto*, 14 dez. 2018. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/antitese/a-contrapartida-com-acoes-resgataveis-numa-incorporacao-de-acoes-atende-a-lei-das-s-as/>. Acesso em: 10 maio 2026). Nessa mesma linha, o direito de permanecer sócio constituiu o pano de fundo do argumento suscitado pelos acionistas minoritários Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações e JGP Equity Explorer Master FIM, entre outros fundos, ao apresentarem pedido de interrupção do prazo de antecedência de convocação da assembleia geral extraordinária convocada para deliberar sobre a incorporação da Fibria pela Suzano. O pedido teve como lastro, essencialmente, a alegação de que a operação violaria os artigos 223, 224, 225 e 252 da Lei das S.A. e configuraria hipótese de expropriação ilegal dos acionistas minoritários da Fibria que desejassem permanecer na companhia resultante, na medida em que a estrutura da operação lhes imporia, como contrapartida por sua participação acionária, o recebimento compulsório de parcela em dinheiro combinada com ações de emissão da Suzano.

655 PONTES, Evandro Fernandes de. *Incorporação de Ações no Direito Brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2016, p. 230-232.

656 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Da regularidade das operações mediante a incorporação da totalidade das ações com pagamento aos acionistas com parcela em dinheiro e parcela em ações preferenciais resgatáveis. In: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). *Fusões e Aquisições – pareceres*. São Paulo: Almedina, 2022, p. 72.

permanecer sócio à categoria de direito absoluto e inderrogável – oponível, em qualquer hipótese, à vontade da maioria.

A controvérsia aqui delineada revela que o tema não comporta soluções unidimensionais. O presente trabalho não tem a pretensão de esgotar o debate, mas tão somente de sinalizar a sua necessidade e de apontar as questões que, no nosso ordenamento, ainda aguardam resposta.

6. CONCLUSÃO

O ordenamento jurídico brasileiro não confere tratamento adequado ao instituto da *cash merger*, por duas razões distintas: (i) não admite expressamente a utilização de dinheiro na relação de troca, impondo às partes o recurso a negócios jurídicos indiretos para alcançar esse resultado; e (ii) justamente por não regular a contraprestação pecuniária no âmbito de incorporações societárias, abre margem a comportamentos que podem se revelar injustos ou ilegítimos, ainda que nem sempre ilegais.

Esse primeiro problema – a necessidade de recorrer a estruturas indiretas – não é novo nem exclusivo do direito brasileiro. As lições de Tullio Ascarelli são, nesse sentido, particularmente elucidativas: o referido jurista já advertia que o recurso a negócios jurídicos indiretos frequentemente "*denuncia um contraste entre a situação da prática e o sistema jurídico positivo*"[657], revelando a insuficiência ou inadequação das formas jurídicas disponíveis para acomodar determinadas exigências econômicas[658].

657 ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945, p. 188.

658 Sobre o tema, a percepção de Tullio Ascarelli, formulada há décadas, permanece atual: "É por isso que, às vezes, tendem os negócios indiretos, com o correr do tempo, a sofrer uma transformação. Sob a pressão das exigências práticas, por obra da jurisprudência e da doutrina, vão sendo, às vezes, aos poucos, e, simultaneamente, reconhecidos e transformados, admitindo-se, às vezes, a licitude deles até quando anteriormente negada; acabando, às vezes, por adquirir disciplina própria e autônoma, ora como negócios abstratos e simbólicos cuja remota origem aparece somente em um formulário adaptável, porém, a todos os usos, ora como negócios

A segunda dificuldade decorre da própria ausência de disciplina específica para essas estruturas. O direito pátrio, ao mesmo tempo em que não proíbe tal prática (ao menos não expressamente), tampouco a regula. O que existe são regras gerais de direito civil voltadas a reprimir o comportamento antijurídico – no caso, fraudulento – e normas de direito societário destinadas a coibir abusos por parte de acionistas e administradores. Esse vácuo normativo abre espaço para a utilização de *cash mergers* com finalidades que podem, em certos casos, ser consideradas injustas ou ilegítimas – ainda que não necessariamente ilegais.

A avaliação, portanto, não comporta respostas absolutas: muito dependerá das particularidades de cada operação e do contexto em que se insere. Enquanto o legislador não se pronuncia, cabe à doutrina e à jurisprudência delimitar, com rigor e consistência, as fronteiras entre o uso legítimo e o abuso do instituto.

causais, cuja causa é justamente constituída pelo escopo que, de início, as partes objetivam indiretamente. O negócio indireto representa, então, como que uma ponte de passagem histórica; novas exigências, de início satisfeitas, apenas indiretamente, mediante negócios disciplinados à vista de exigências diversas, acabam por poderem ser satisfeitas, diretamente, por meio de novos negócios que as levam, diretamente, em conta" (*Ibid.*, p. 189).

A ATUAÇÃO DO *SEARCHER* NO *EXIT* DE *SEARCH FUNDS*: DEVERES À LUZ DA LEI DAS S.A.

João Luís Cesconi Lara[659]

Bernardo Vianna Freitas[660]

1. INTRODUÇÃO

Os *search funds* (fundos de busca, em tradução literal) consolidaram-se, na última década, como uma via singular de empreendedorismo: ao invés de fundar uma empresa do zero, o empreendedor adquire uma empresa já existente para operá-la e desenvolvê-la. O modelo reúne, sob a coordenação de uma só figura – a do *searcher* (o empreendedor que busca, adquire e lidera o negócio) –, o capital de investidores e o trabalho de quem assume a gestão, e tem encontrado no Brasil terreno fértil de expansão. Acompanhamos esse movimento desde 2018, atuando em operações ao longo de toda a trajetória do modelo – da captação inicial à busca, da aquisição à gestão e, por fim, o desinvestimento. É dessa experiência integral que este artigo extrai o seu recorte: não o ciclo inteiro, mas o seu desfecho – o *exit* (a saída, isto é, a alienação da empresa adquirida, com a realização dos ganhos financeiros, ou perdas) –, por ser o momento em que se concentram as questões societárias que nos propomos a examinar.

A escolha do *exit* como objeto não é fortuita. Esse momento é, a um só tempo, quando ocorre a realização de valor para todos os envolvidos – investidores e *searcher* – e quando as relações entre eles, harmônicas durante a maior parte da jornada, podem tensionar-se. É no *exit* que se decide a quem vender, por quanto e em que condições; é nele que o *searcher*, até então gestor alinhado aos investidores, vê surgir

659 Sócio de Societário e M&A do Freitas Ferraz Advogados. Barachel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Membro do Instituto Brasileiro de Direito Empresarial (IBRADEMP).

660 Sócio de Societário e M&A do Freitas Ferraz Advogados. Barachel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

a possibilidade – delimitada, como veremos – de interesses próprios que não coincidam com os do conjunto. E é nele, portanto, que os deveres que a Lei nº 6.404/1976 ("Lei das S.A.") impõe ao administrador são postos à prova com maior intensidade.

A atualidade do tema soma-se à sua relevância prática. De um lado, porque a participação societária do *searcher* – a estrutura pela qual o empreendedor detém participação no veículo de investimento – é fenômeno recente no mercado brasileiro, que alcança praticamente todos os *searchers* que iniciam a jornada sob o desenho hoje vigente. De outro, porque esse fenômeno carece de tratamento jurídico à altura. A literatura dedicada ao tema, no Brasil, ainda é escassa, e raramente enfrenta as questões que o *exit* suscita à luz da Lei das S.A. É essa lacuna que pretendemos, em alguma medida, ocupar.

Convém, de saída, delimitar com precisão o que este artigo examina, e o que deixa de fora. No plano do **sujeito e do momento**, nosso foco é o *searcher* na condição de **administrador** da companhia operacional (*target*) – Diretor Presidente e, usualmente, membro do Conselho de Administração – no instante do *exit*. É dessa posição, e dos deveres que ela atrai, que tratamos. O recorte alcança o *exit* na modalidade de alienação por venda – a saída típica do segmento –, deixando de fora a abertura de capital, de incidência rara nessas operações, especialmente nos tempos atuais de escassez do mercado de capitais para *equity*. Ademais, os deveres que a Lei das S.A. reserva ao acionista controlador no *exit* situam-se fora deste recorte. No plano do **nível de análise**, examinamos a *target* e a posição do *searcher*, deixando deliberadamente fora do escopo as questões regulatórias perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do fundo de investimento em participações (FIP) que usualmente é constituído nessa estrutura (como se verá na Seção 2) – embora relevantes, demandariam recorte próprio e desviariam do eixo societário aqui perseguido. E, no plano do **objeto**, analisamos a estrutura atualmente em vigor, por meio da qual o *searcher* possui participação no FIP e dispõe de mecanismo que lhe permitiria aumentar essa participação, com base em métricas e

condições específicas (conforme Seção 2.2)[661]. Em todo o percurso, tomamos a **Lei das S.A. como marco normativo** e a **prática de mercado como fonte empírica** – esta última colhida, sobretudo, dos documentos que estruturam as operações.

O artigo organiza-se em torno de uma tese central, que as seções seguintes desenvolvem em etapas. Descreveremos, primeiro, a estrutura de participação societária do *searcher* e a sua natureza jurídica (Seção 2); examinaremos, em seguida, as posições que ele ocupa na arquitetura do *search fund* e a ausência de poder decisório sobre o *exit* (Seção 3); mapearemos, então, as zonas em que seu interesse pode descolar-se do interesse comum (Seção 4); e qualificaremos, por fim, os deveres que a Lei das S.A. lhe impõe nesse momento – de finalidade (art. 154), de não intervenção em conflito (art. 156) e de lealdade (art. 155) –, sustentando que esse regime rege plenamente a atuação do *searcher* no *exit* (Seção 5). A conclusão (Seção 6) recolhe os resultados. O que pretendemos demonstrar é que a robustez do modelo não está em ser imune a tensões, mas em que as tensões que lhe são próprias encontram, no direito societário vigente, resposta satisfatória na maior parte dos casos.

2. A PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA DO *SEARCHER*: ESTRUTURA E ESSÊNCIA

2.1. A ESSÊNCIA DO MODELO: O *SEARCHER* COMO PROPRIETÁRIO-OPERADOR

Para compreender a posição do *searcher* no momento do *exit* – objeto deste artigo –, é preciso, antes, recuar à concepção do modelo e ao papel que nele se reserva ao empreendedor. E esse recuo revela

661 A difusão desse desenho representa uma evolução em curso no ecossistema brasileiro, alinhada à expansão internacional do modelo, hoje presente em dezenas de países e cinco continentes (IESE BUSINESS SCHOOL. *International Search Funds: Selected Observations*. Barcelona: IESE – University of Navarra, ST-658-E, 2024, p. 4), com o Brasil situado entre os mercados de maior atividade fora dos Estados Unidos e do Canadá (Ibidem, 2024, p. 22).

um dado que orientará toda a análise subsequente: a participação do *searcher* no capital da empresa adquirida não é um adendo de remuneração, mas elemento definidor da própria estrutura, presente desde a origem.

O *search fund* nasce no início da década de 1980, na Harvard Business School, e ganha sistematização e difusão na Stanford Graduate School of Business na década seguinte[662]. A formulação fundadora, atribuída a H. Irving Grousbeck, já carrega a posição de proprietário-operador como núcleo: o modelo é descrito como a via mais direta para se tornar dono de uma empresa que o próprio empreendedor administra[663]. Não se trata, portanto, de um arranjo em que o profissional é contratado para gerir ativo alheio (como ocorre, por exemplo, no caso de gestores de fundos de *private equity*); trata-se de *entrepreneurship through acquisition* (empreendedorismo por aquisição, na tradução livre) – a aquisição de uma empresa existente como caminho para empreender, dirigindo-a e detendo participação em seu capital[664].

A literatura especializada confirma o ponto ao longo de mais de quatro décadas: os estudos da Stanford qualificam o resultado bem-sucedido do ciclo como o de um *owner-CEO* – o empreendedor que reúne em si a direção executiva e a participação societária – e mantêm a tríade que define o modelo: buscar, adquirir e liderar[665]. No mesmo sentido, a escola europeia de referência descreve os *searchers* como *equity-owning managers* (gestores detentores de participação,

662 STANFORD GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS. *Search Fund Study: Selected Observations*. Stanford: Center for Entrepreneurial Studies, 2022, p. 3.

663 STANFORD GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS. *A Primer on Search Funds*. Stanford: Center for Entrepreneurial Studies, 2026, p. 4.

664 RUBACK, Richard S.; YUDKOFF, Royce. Buying Your Way into Entrepreneurship. *Harvard Business Review*, vol. 95, nº 1, pp. 149-153, 2017. A expressão *entrepreneurship through acquisition* (ou *acquisition entrepreneurship*) é a categoria sob a qual o modelo é correntemente descrito, designando a aquisição de uma empresa existente como via para empreender.

665 STANFORD GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS, *Op. cit.*, 2022, p. 3; e STANFORD GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS. *2024 Search Fund Study: Selected Observations*. Stanford GSB, Case E-870, 28 jun. 2024, p. 3.

na tradução livre) – expressão que condensa a dupla condição de administrador e sócio que este artigo examina no *exit*[666].

Convém ressaltar a estabilidade desse desenho, porque dela depende um dos fundamentos da estrutura brasileira que adiante se descreverá. Passados mais de quarenta anos da concepção original, o núcleo do modelo permanece: como sintetiza um dos estudos, "*mudam os números, os termos e as pessoas, mas os princípios seguem os mesmos*"[667]. A permanência não é retórica de manual, é o traço que permite tratar a participação societária do empreendedor não como inovação circunstancial de mercado, mas como adesão à concepção original do modelo, consolidada internacionalmente e estável ao longo do tempo.

2.2. A ESTRUTURA NO BRASIL: A PARTICIPAÇÃO NO FIP E A MATERIALIZAÇÃO POR *TRANCHES*

Transposto para o Brasil, o modelo encontra no FIP o veículo por meio do qual, ao final, concretiza-se. Mas a arquitetura não nasce pronta nessa forma. Em sua configuração corrente, o arranjo percorre etapas: primeiro, constitui-se um veículo de busca – usualmente uma sociedade empresária limitada –, sendo esse veículo que adquire a *target* (empresa-alvo, na tradução livre). Concluída a aquisição, a estrutura costuma passar – sempre na dependência da análise do caso concreto – por um processo de reorganização societária que resulta no FIP como titular direto da participação na *target*[668]. É nessa

666 IESE BUSINESS SCHOOL. *Re-Thinking Search Fund Incentive Structures*. Barcelona: IESE – University of Navarra, ST-452-E, jul. 2017, p. 1.

667 STANFORD GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS, *Op. cit.,* 2022, p. 17. No original: "The numbers, terms, and people change, but the principles remain the same." No mesmo sentido da continuidade dos princípios estruturais, STANFORD GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS, *Op. cit.,* 2024, p. 16, e STANFORD GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS, *Op. cit.,* 2026, p. 65, que registram a permanência do núcleo do modelo passados mais de quarenta anos.

668 A opção por não constituir o FIP desde o início decorre da própria dinâmica do modelo: na fase inicial, os recursos captados são reduzidos (entre R$ 1,8 milhões e R$ 3 milhões) e a efetiva aquisição de uma *target* é incerta, encerrando-se parcela relevante

configuração final que se assenta a posição que este artigo examina: o FIP detém a participação na sociedade operacional, e o *searcher* detém participação no próprio FIP, na condição de cotista[669]. A participação do *searcher*, portanto, não se materializa diretamente no capital da sociedade operacional, como no desenho internacional, mas em camada superior, no veículo que a controla (o FIP).

Essa participação não é atribuída de uma só vez, nem incondicionalmente. Ela se materializa de forma escalonada, mediante o atingimento de marcos e critérios predefinidos, em três *tranches* (parcelas, na tradução livre), conforme consagrado no modelo internacional[670]. Tanto no exterior como no Brasil, as três parcelas atrelam-se, respectivamente, à aquisição da *target*, ao decurso de tempo (permanência do *searcher* na estrutura) e ao desempenho aferido[671]. No Brasil, são respectivamente designadas como P1, P2 e P3.

A esse escalonamento soma-se uma condição de acesso que merece destaque, por ser o ponto em que o alinhamento de incentivos se torna mais nítido. A materialização da participação do *searcher* – em qualquer das parcelas – pressupõe a prévia satisfação do *hurdle* (literalmente, obstáculo; na prática, o retorno mínimo assegurado aos investidores antes de qualquer participação do empreendedor; semelhante ao que acontece no mercado de gestão de fundos de investimento)[672]. Em outras palavras, o *searcher* só captura valor depois de assegurada aos investidores a remuneração mínima pactuada. A

---

das buscas sem aquisição (STANFORD GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS, 2022, p. 10; IESE BUSINESS SCHOOL, *Op. cit.,* 2024, p. 15). Não se justifica, assim, montar de imediato a estrutura definitiva, mais custosa. Não ocorrendo a aquisição no prazo de busca usualmente praticado (em torno de dois anos e meio), o veículo é extinto.

669 LEGAL GUIDE about Brazilian Search Funds: how to launch a Search Fund in Brazil. [S. l.: s. n.], [s. d.], p. 18.

670 STANFORD GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS. *A Primer on Search Funds*. Stanford: Center for Entrepreneurial Studies, 20 jul. 2015, p. 27.

671 IESE BUSINESS SCHOOL, *Op. cit.,* 2017, p. 2; LEGAL GUIDE about Brazilian Search Funds, [s. d.], p. 20.

672 A condição de acesso pelo *hurdle* – a prévia remuneração mínima dos investidores como pressuposto da materialização da participação do *searcher* – descreve a prática de estruturação no mercado brasileiro, compatível com os marcos de cada parcela.

parcela atrelada ao desempenho (P3) depende, ainda, da apuração da métrica financeira correspondente no evento de liquidez.

Aqui é preciso um cuidado de redação que percorre toda esta seção, e que se enuncia desde já para evitar equívoco. A correspondência entre o arranjo brasileiro (cotas do FIP, com *hurdle* como condição de acesso) e o internacional (*common equity* subordinado a um *preferred return*) é de natureza econômica e funcional, não jurídico-estrutural. São mecanismos juridicamente distintos,[673] porém, o efeito econômico converge: em um e outro arranjos, o empreendedor só participa do ganho depois de assegurada a remuneração mínima dos investidores. O FIP é, nessa leitura, a forma que o ordenamento brasileiro oferece para concretizar a mesma essência de participação societária do *searcher*; não uma descaracterização do modelo, mas sua realização sob veste jurídica nacional.

2.3. A NATUREZA JURÍDICA: O *SEARCHER* COMO COTISTA DO FIP

Resta qualificar juridicamente a posição assim desenhada – e é nessa qualificação que se assenta o argumento que adiante, na Seção 5, sustentará a leitura dos deveres do *searcher* no *exit*.

A consequência central da estrutura descrita é o reconhecimento da posição jurídica do *searcher*, no que respeita à sua natureza. Como cotista do FIP, o *searcher* é titular de **direito patrimonial de cotista** – recebe, quando recebe, pela amortização das cotas de que é titular. Sua remuneração ostenta natureza societária: é participação no resultado de um investimento, sujeita à sorte desse investimento.

673 No exterior, opera-se por uma ordem de prioridade entre classes de *equity* – o capital do investidor entra majoritariamente como *preferred* (preferencial, sênior), recuperando capital e retorno preferencial antes de qualquer valor destinado à participação do empreendedor, que é *common* (ordinária, júnior) (IESE BUSINESS SCHOOL, *Op. cit.,* 2017, p. 2; STANFORD GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS, *Op. cit.,* 2015, p. 11); no Brasil, opera-se por uma condição de acesso à própria materialização das cotas.

Daí decorre o que se pode descrever como uma **aproximação à posição do investidor**. O alinhamento de incentivos, no modelo, não é promessa de boa governança, nem compromisso moral do empreendedor – é resultado do próprio desenho jurídico da participação. O *searcher* só recebe se as cotas tiverem valor real, e as cotas só têm valor real se a *target* prosperar e o investimento se valorizar. Sujeita-se, portanto, ao mesmo risco a que se sujeitam os investidores, e na mesma direção, pois ambos só ganham se houver valor a partilhar. Não por acaso, a literatura internacional situa o *equity* – e não o salário – como o centro econômico da remuneração do *searcher*.[674]

É esse arranjo que permite enunciar os três fundamentos – todos de natureza negocial e estrutural – da participação societária do *searcher*: *(i)* a fidelidade à essência do modelo (o conceito de proprietário-operador da concepção original, conforme Seção 2.1), de modo que a participação realiza a vocação do desenho, não a contraria; *(ii)* o alinhamento com o padrão internacional documentado nos estudos e *primers* de referência (Seção 2.2); e, sobretudo, *(iii)* o aprofundamento do alinhamento de incentivos entre *searcher* e investidores – ao reconhecer a posição de cotista do *searcher*, a estrutura faz coincidir, por desenho, o interesse de ambos na valorização e na realização do investimento. É desse alinhamento estrutural que partiremos, adiante, para examinar os deveres do *searcher* no *exit*.

3. AS POSIÇÕES DO *SEARCHER* NO *EXIT* E A AUSÊNCIA DE PODER DECISÓRIO

Descrita a estrutura e fixada a natureza societária da participação do *searcher*, cabe agora examinar as posições que ele ocupa na arquitetura do *search fund* e, sobretudo, o alcance do poder que cada uma dessas posições lhe confere no momento do *exit*.

674 STANFORD GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS, *Op. cit.,* 2015, p. 11; *Op. cit.,* 2026, p. 21.

A pergunta que organiza esta seção é direta: quem decide a alienação?

A resposta – que adiante demonstraremos – é que o *searcher*, a despeito da multiplicidade de papéis que acumula, não é quem decide acerca da alienação em nenhuma das instâncias competentes. E é dessa constatação que dependerá boa parte da análise dos seus deveres, na Seção 5: se o *searcher* não detém o poder de deliberar a venda, a maior parte de sua atuação no *exit* não configura exercício de interesse próprio em conflito, mas cumprimento de função.

3.1. AS MÚLTIPLAS POSIÇÕES DO *SEARCHER*

O *searcher* ocupa, simultaneamente, posições que em arranjos empresariais convencionais costumam estar distribuídas entre sujeitos distintos. Convém discriminá-las, porque cada uma se submete a um regime jurídico próprio e confere – ou não – poder de decisão sobre o *exit*.

A primeira é a de **cotista do FIP**. Como exposto na Seção 2, o *searcher* detém cotas do FIP que controla a *target*. Essas cotas são inicialmente irrisórias, mas irão aumentar de forma escalonada mediante o atingimento dos marcos P1, P2 e P3. É a posição da qual deriva sua participação societária e, no plano patrimonial, o seu retorno.

A segunda é a de **diretor da *target*** – usualmente, o Diretor Presidente (*Chief Executive Officer*, ou CEO, em inglês). Nessa condição, o *searcher* é **administrador** da *target*, e como tal se submete integralmente ao regime dos deveres fiduciários previstos nos arts. 153 a 159 da Lei das S.A. É a posição que confere centralidade à sua atuação no *exit* – e, como veremos, a que atrai os deveres que constituem o objeto deste artigo.

A terceira é a de **membro do Conselho de Administração** da *target* – é regra que esse órgão exista nas estruturas de *search fund*, dada a exigência de governança que adiante se descreverá. Também nessa condição o *searcher* é administrador, agora como integrante de órgão

colegiado, sujeito aos mesmos deveres fiduciários, porém, em posição de minoria na composição do órgão, conforme será demonstrado mais à frente.

A quarta, enfim, é a de **membro do Comitê de Investimentos do FIP** – órgão que, nas estruturas vigentes, participa obrigatoriamente do processo de investimento e desinvestimento do fundo, com manifestação de natureza consultiva, e cuja composição costuma espelhar a do Conselho de Administração da *target*. Também aqui, como se verá, o *searcher* é voz minoritária, sem prevalência.

O que importa reter, deste inventário, é a **assimetria entre acúmulo de papéis e poder de decisão**. O *searcher* reúne em si funções de gestão, de assento em conselho e comitê, e de participação societária; mas, em nenhuma dessas instâncias, dispõe de poder para, isoladamente, determinar a alienação da *target*. É o que passamos a demonstrar.

3.2. A CONDIÇÃO NÃO-DECISÓRIA EM TODAS AS INSTÂNCIAS

A decisão de alienar a participação na *target* (o *exit*) pode formar-se, conforme a estrutura, em mais de uma instância. Convém percorrê-las para demonstrar que, em todas, a posição do *searcher* é minoritária ou não prevalente.

De início, a decisão de alienar a participação na *target* insere-se na competência discricionária da gestora do fundo (ou eventualmente da administradora, conforme disposto no regulamento do fundo), a quem a disciplina dos FIP reserva a condução da política de investimento e de desinvestimento. O que afasta o *searcher* dessa decisão, portanto, não é uma suposta subordinação da gestora aos investidores – que não existe, e seria, aliás, incompatível com a autonomia que a regulação lhe impõe –, mas a circunstância, bem mais simples, de que o *searcher* não é a gestora. No Comitê de Investimentos, o *searcher* é voz minoritária, entre membros majoritariamente indicados pelos investidores, sem prevalência. E, no plano dos detentores de participação no FIP, o

searcher sujeita-se às mesmas disposições de saída conjunta que vinculam a todos – inclusive à obrigação de aderir à alienação que vier a ser aprovada, nos termos pactuados –, de sorte que tampouco aí lhe assiste poder de impor ou de obstar a operação[675].

A esse quadro acrescenta-se um dado que o reforça no plano da cronologia, e que merece registro por afastar uma objeção possível. Poder-se-ia supor que a participação a que o *searcher* faz jus, uma vez materializadas todas as suas parcelas, conferisse-lhe peso relevante na deliberação. A objeção não procede, por duas razões. A primeira é de proporção: ainda que integralmente materializada, a participação do *searcher* permanece minoritária por desenho[676], ao lado da participação majoritária dos investidores – e, durante a busca e até o *exit*, ela se mantém, na prática, em patamar ínfimo, limitada ao aporte inicial do *searcher*, fração desprezível do capital do fundo. A segunda, e decisiva, é de cronologia: a parcela que sozinha elevaria o *searcher* ao seu teto de participação – a vinculada ao desempenho (P3) – afere-se no evento de liquidez e materializa-se *em razão do próprio exit*, isto é, depois de realizada a venda e como sua consequência. Não há, pois, como – temporal e logicamente – o *searcher* dispor desse teto *durante* o processo de *exit*: sua participação máxima é, ela própria, prêmio que a venda produz, e não poder que sobre a venda se exerça.

No Conselho de Administração da *target*, por fim, o *searcher* ocupa assento como administrador, mas em posição que não lhe assegura prevalência. O controle das deliberações cabe aos investidores, seja pela maioria dos assentos, seja pelo voto de qualidade[677]. Mesmo nas

675 As disposições sobre a deliberação da alienação e sobre a saída conjunta dos detentores de participação – inclusive a obrigação de aderir à venda aprovada – articulam-se no acordo entre os detentores de participação (*Equityholders Agreement*), de natureza confidencial, aqui descrito apenas em sua substância, sem reprodução de cláusula nem identificação de fundo. A mecânica é convergente entre as estruturas examinadas.

676 Em condições normais, o percentual atingiria até 25%, em caso de *searcher* individual, ou até 30%, em caso de dupla de *searchers*. Ressalta-se que esse percentual considera o P3, que só será aferido na ocorrência de um evento de liquidez – ou seja, em geral, na ocorrência do próprio *exit*.

677 A prevalência dos investidores no Conselho opera por uma de duas configurações: sendo ímpar o número de conselheiros, a maioria dos assentos é por eles indicada;

matérias de competência do colegiado relativas à preparação ou à recomendação da venda, portanto, a vontade do *searcher* não prevalece sobre a dos conselheiros vinculados aos investidores.

De tudo resulta uma conclusão parcial relevante: a estrutura de governança do *search fund* **neutraliza, por desenho, o conflito decisório** no *exit*. O *searcher* não decide a venda – nem no âmbito da gestora, de que não é parte, nem no Comitê de Investimentos, nem no Conselho de Administração (nos quais é mero votante minoritário desses colegiados). A decisão pertence, em todas as instâncias, à gestora e aos investidores, que controlam os órgãos deliberativos. Essa constatação tem consequência dogmática direta, que desenvolveremos na Seção 5: não se pode imputar ao *searcher*, na condução ordinária do *exit*, o exercício de um poder decisório que ele não possui.

3.3. O ALINHAMENTO COMO REGRA; A DIVERGÊNCIA COMO EXCEÇÃO

Resta extrair da estrutura descrita a sua consequência mais importante para a análise dos deveres – e fazê-lo com a cautela de não antecipar o que cabe à Seção 5 demonstrar.

Em condições normais, as posições que o *searcher* acumula **convergem** para um mesmo vetor: maximizar o valor da *target* valoriza a participação do FIP; valorizar a participação do FIP valoriza, na proporção respectiva, as cotas do *searcher*. O interesse do *searcher* e o interesse dos investidores apontam, por desenho, para a mesma direção: ambos só realizam ganho se houver valor a partilhar, e tanto mais ganham quanto maior for esse valor. É o alinhamento estrutural

sendo par, atribui-se aos conselheiros por eles indicados o voto de qualidade (voto de minerva) no desempate. Em ambos os casos, a deliberação do colegiado não se forma contra a vontade dos investidores. Registre-se, ademais, a presença crescente de conselheiros independentes nas estruturas mais recentes, em linha com a evolução das práticas de governança. Ainda assim, a composição majoritária permanece indicada pelos investidores ou a eles vinculada, com prevalência decisória por maioria ou voto de qualidade – de modo que a conclusão sobre a posição não-decisória do *searcher* se mantém, e até se reforça.

de que tratamos na Seção 2, agora observado do ângulo da decisão de alienar. Não é só que o *searcher* não decide o *exit* sozinho; é que, na hipótese ordinária, ele não tem motivo para querer decidi-lo em sentido diverso dos investidores, porque o seu retorno e o deles crescem juntos.

Daí a proposição que organiza as duas seções seguintes: no *search fund*, **o alinhamento é a regra; a divergência, a exceção**. As situações em que o interesse do *searcher* pode descolar-se do interesse comum não são a tônica da operação, são zonas pontuais e delimitadas, que a Seção 4 se encarregará de identificar e circunscrever. E mesmo essas zonas, como demonstraremos, ou se resolvem como simples divergência sobre o modo de realizar um valor que ambos desejam maximizar (sem conflito quanto ao fim), ou se restringem a hipóteses estreitas de captura de valor pessoal, para as quais a Lei das S.A. oferece disciplina precisa. Convém, portanto, examinar primeiro essas zonas de tensão – seu contorno e sua real extensão – antes de qualificar juridicamente os deveres que delas emergem.

4. AS ZONAS DE TENSÃO NO *EXIT*

Demonstrada a condição não-decisória do *searcher* e firmado o alinhamento estrutural como regra, cabe percorrer o reverso da moeda: as zonas em que seu interesse *pode* descolar-se do interesse comum. Convém, de saída, precisar o estatuto dessas zonas, para que não se as superdimensione. Não se trata de catalogar propensões do *searcher* ao conflito, nem de descrever o *exit* como campo minado, mas de identificar, na arquitetura do modelo, os pontos em que a convergência de interesses – que é a tônica – admite, em hipóteses delimitadas, um descolamento, medindo a real extensão de cada um. É exercício de mapeamento estrutural, não de suspeição.

Para esse mapeamento, propomos uma distinção que organiza toda a seção e, com ela, a análise dos deveres na Seção 5. As tensões do *exit* dividem-se em dois grupos, conforme o que está em xeque. No **Grupo A**, *searcher* e investidores partilham o mesmo fim – maximizar

o valor da alienação –, mas podem divergir quanto ao modo de realizá-lo: a forma de recebimento, a estrutura de pagamento e o momento da venda. No **Grupo B**, a tensão é de outra natureza: não recai sobre o *como* realizar o valor comum, mas sobre uma parcela de valor que o *searcher* pode capturar para si, à margem da divisão do valor partilhado – o pacote que o adquirente lhe oferece para permanecer à frente do negócio após o fechamento.

A diferença entre os grupos não é de grau, mas de objeto, e dela depende, como veremos, a diferença de tratamento jurídico: o Grupo A resolve-se, em regra, como cumprimento do dever de maximizar o valor de alienação; o Grupo B é o terreno – estreito – em que os deveres de lealdade e a disciplina do conflito de interesses operam com precisão. A esses dois grupos acrescenta-se, ao final, uma hipótese-limite: o *management buyout* (aquisição da empresa pela própria administração, na tradução livre), em que o *searcher* deixa de ser vendedor para ser, ele próprio, comprador.

4.1. DIVERGÊNCIAS SOBRE AS CONDIÇÕES DE REALIZAÇÃO DO VALOR COMUM (GRUPO A)

A nota distintiva do Grupo A é que, nele, **não há discussão sobre o fim**. *Searcher* e investidores querem, ambos, vender pelo maior valor – é o que o alinhamento estrutural descrito na Seção 3 assegura. A divergência, quando surge, é sobre as **condições** de realização desse valor – não sobre *quanto* extrair, mas sobre *como* e *quando* realizá-lo. Por isso, como a Seção 5 demonstrará, as situações deste grupo configuram, em regra, não conflito de interesses, mas escolhas inerentes à condução da venda – matéria do dever funcional do administrador, não da disciplina do art. 156. Examinemos as três principais.

A primeira diz respeito à **forma de recebimento**. A regra, no *exit* de um *search fund*, é o recebimento em dinheiro – solução que realiza valor de imediato e permite a cada parte seguir caminhos próprios. Pode ocorrer, todavia, que o adquirente proponha pagar, no todo ou em

parte, mediante participação na própria adquirente – o chamado *stock deal* (pagamento em participação, na tradução livre), por oposição ao *cash deal*. A potencial divergência, aqui, é dupla. De um lado, *searcher* e investidores podem ter apetites distintos por liquidez e por risco, pois receber participação na adquirente significa trocar liquidez imediata por aposta no desempenho futuro de um terceiro. De outro – e este é o ponto que reaparecerá na Seção 5 –, conforme o *searcher* permaneça ou não vinculado à adquirente após a operação, a preferência por uma ou outra moeda pode, em hipótese, refletir interesse pessoal seu, e não a melhor solução para o conjunto. Por ora, basta registrar a tensão.

A segunda tensão, mais sutil, toca diretamente a mecânica de materialização da participação do *searcher*. Raramente o preço de uma alienação é pago integralmente, à vista e sem condições. É comum que parte do valor seja **diferida** no tempo ou **condicionada** a eventos futuros – por meio de retenções, contas-garantia (*escrow*, na terminologia corrente), obrigações de indenização por passivos pretéritos e parcelas variáveis atreladas ao desempenho posterior do negócio (*earn-out*, ou pagamento contingente, na tradução livre). Tais estruturas cumprem função legítima: distribuem entre as partes os riscos do negócio – inclusive os relacionados a contingências que ainda não se materializaram – e podem ajustar o preço a eventos futuros e incertos. Sucede que elas incidem sobre a base e o momento em que se apura a parcela de desempenho da participação do *searcher* – o P3 –, e é aí que pode surgir tensão entre a sua preferência e a dos investidores quanto a aceitar, e em que medida, valor diferido e condicionado em lugar de liquidez imediata.

Para compreender por que essa tensão importa, convém contrastar dois cenários. No primeiro, o preço é recebido integralmente no fechamento, em operação de porteira fechada – sem retenções nem direito de indenização por passivos pretéritos, referentes ao período anterior à venda. Aqui, o valor é distribuído de uma só vez a investidores e *searcher*, e a apuração do P3 é simples e definitiva: a taxa interna de retorno (*TIR*, métrica de rentabilidade do investimento, na sigla corrente) calcula-se naquele exato momento,

com o encerramento do processo, e a parcela de desempenho fica imediata e integralmente determinada. No segundo cenário, ao contrário, introduzem-se variáveis que projetam a apuração da *TIR* para o futuro: seja porque parte do preço é paga a prazo, sujeita a correção, seja porque o recebimento se vincula a eventos futuros e incertos – o desfecho de obrigações de indenização ou a apuração de valor adicional a título de *earn-out*. Em qualquer dessas hipóteses, a apuração da *TIR* não se conclui de forma definitiva no fechamento, mas apenas parcialmente, e o *searcher* permanece obrigado a acompanhar as atividades posteriores ao fechamento para encerrar as janelas que restaram abertas – as parcelas a prazo, as indenizações, o *earn-out*[678]. Somente ao fim de todos esses eventos é que o valor do negócio se apura de modo total e definitivo, e isso pode levar tempo considerável, deixando a remuneração do *searcher* parcialmente implementada e, por vezes, sujeita a eventual redução. Eis a raiz da tensão: o *searcher* tem interesse legítimo na definição célere e na preservação de sua parcela de desempenho, ao passo que a aceitação de valor diferido e condicionado – muitas vezes necessária para viabilizar a própria operação – pode adiar e pôr em risco aquilo que lhe caberia.

A terceira tensão é de **cronologia**: vender agora, realizando valor atrativo no presente, ou aguardar a maturação do negócio, na expectativa de valor superior adiante. A divergência, quando existe, é de preferência, não de decisão – e tampouco de fim, pois ambos querem o maior valor, divergindo, quando muito, sobre o horizonte em que ele se realiza. Duas características do arranjo podem tensionar a definição sobre o momento da saída: a vida finita do veículo, por desenho voltado à alienação em prazo certo (Seção 5.1), e as métricas de remuneração do valor investido pelos investidores, cujo potencial de desalinhamento a literatura específica sobre *search funds* documenta[679]. Na estrutura aqui examinada, porém, a tensão

678 A fase posterior ao fechamento – em que o *searcher*, já vinculado ao adquirente, pode participar da apuração das métricas de que dependem parcelas do preço – suscita questões próprias de alinhamento, aqui registradas como possibilidade e deixadas fora do objeto deste artigo.

679 IESE BUSINESS SCHOOL, *Op. cit.*, 2017, p. 4.

é atenuada por dois fatores já avaliados: de um lado, a decisão de vender não cabe ao *searcher*, mas à gestora e ao colegiado dominado pelos investidores (Seção 3.2), de modo que sua preferência quanto ao momento não se converte em poder sobre ele; de outro, ainda que o *searcher* possa, legitimamente, preferir antecipar a saída – realizar desde logo sua parcela de desempenho e desonerar-se do risco e do esforço de permanecer à frente do negócio –, essa preferência não toca o fim (o valor a realizar, que ambos querem máximo), mas apenas o horizonte de sua realização. Divergência de horizonte, desprovida de poder de decisão, é preferência, não conflito; e a robustez do arranjo não repousa em supor que o *searcher* jamais prefira antecipar – pode preferir –, mas em que, preferindo, não pode impô-lo.

4.2. A CAPTURA DE VALOR PESSOAL: O PACOTE PÓS-FECHAMENTO (GRUPO B)

O Grupo B é de outra ordem. Aqui a tensão não está em *como* realizar o valor comum, mas na possibilidade de o *searcher* capturar, **para si**, valor que não integra – ou não deveria integrar – a divisão do valor partilhado. O cenário típico é o do adquirente que, interessado em manter à frente do negócio o gestor que o conduziu, oferece ao *searcher* um pacote de permanência: remuneração, bônus, participação ou outros incentivos condicionados a que ele siga como executivo após o fechamento. A questão jurídica que esse pacote suscita só se compreende a partir de uma distinção que está no centro desta seção.

Há que se separar duas coisas que o *exit* tende a apresentar entrelaçadas. De um lado, o **valor do ativo** – o valor da *target* tal como construída até o fechamento. Esse valor é **comum** a todos os detentores de participação, e o veículo próprio para remunerá-lo é o preço de aquisição, repartido na proporção das participações. De outro, o **valor do trabalho futuro** do *searcher* – o serviço que prestará ao novo controlador, depois do fechamento, sob novo vínculo e risco. Esse valor não é comum, é **personalíssimo**, pois remunera esforço que só o *searcher* prestará e a ninguém mais aproveita. O pacote

pós-fechamento é, por natureza, retribuição do segundo, não do primeiro.

Dessa distinção decorre uma conclusão que convém afirmar com clareza, porque é a regra, e não a exceção: o pacote de permanência é, em princípio, **legítimo**, e o *searcher* tem ampla liberdade para negociá-lo. Não se trata de valor subtraído aos investidores, mas de remuneração de trabalho futuro que o *searcher* prestará a terceiro – trabalho que poderia, no limite, recusar-se a prestar. Não há, nesse núcleo, conflito a disciplinar: o que o adquirente paga ao *searcher* para que permaneça à frente do negócio remunera esforço novo, prestado depois do fechamento, e não disputa a parcela que cabe a cada um no preço da venda. Disso não se segue, porém, que o pacote escape a toda disciplina jurídica. Por configurar vantagem que um terceiro (o adquirente) oferece ao administrador (*searcher*) em razão do cargo, ele atrai, *prima facie*, a vedação do art. 154, § 2º, "c", que só admite a vantagem mediante autorização estatutária ou da assembleia-geral (na estrutura aqui examinada, deliberação que recai sobre os investidores, que a controlam) – como sustentaremos na Seção 5. A ausência de conflito a disciplinar, aqui afirmada, diz respeito à substância – à divisão do valor comum, que o pacote legítimo não toca –, e não à forma do consentimento, que a alínea reclama.

Some-se que a permanência do *searcher* costuma vir acompanhada de obrigação de não concorrência (*non-compete*, na terminologia corrente) – exigência usual nessas operações, que onera de modo particular o *searcher*, por ser quem efetivamente conduz o negócio, e cuja contrapartida deve, por isso, refletir-se na precificação do conjunto.

A tensão – e só ela justifica o cuidado jurídico – surge numa hipótese delimitada: a de o pacote ser **desproporcional ao valor de mercado do trabalho futuro** que remunera. Quando a retribuição oferecida ao *searcher* excede, de forma sensível, o que o serviço de permanência valeria em condições de mercado, o excesso pode revelar-se, na substância, outra coisa: um abatimento disfarçado no preço de aquisição. Em termos diretos, o adquirente paga menos

pela empresa – em prejuízo de todos os detentores de participação – e compensa o *searcher* por fora, sobrealocando valor ao pacote pessoal. É a única hipótese, em todo o Grupo B, em que o interesse dos investidores é efetivamente tocado, e é sobre ela – e apenas sobre ela – que a disciplina substantiva dos deveres de lealdade e do conflito de interesses incidirá, como veremos na Seção 5.

Há um critério que permite distinguir, na prática, o pacote legítimo do abatimento disfarçado, e que opera como condição de higidez da operação: o **preço de aquisição deve ter âncora de valor própria**, isto é, deve ser negociado e validado por mérito próprio, a partir da avaliação do ativo (*valuation*, na terminologia corrente), e não como valor residual – o que sobra depois de definido o pacote do *searcher*. Quando o preço se sustenta em avaliação autônoma do ativo, o pacote de permanência pode ser livremente negociado sem risco de contaminar a divisão do valor comum, pois cada coisa é remunerada por sua própria medida. Quando, ao contrário, o preço é tratado como resíduo, abre-se a porta para o deslocamento de valor. O modo de operacionalizar esse critério – a quem cabe negociar o quê, e sob que validação – integra a disciplina dos mecanismos de governança que desenvolveremos na Seção 5. Aqui, importa fixar o critério substantivo: enquanto o preço de aquisição tiver âncora própria, a liberdade do *searcher* sobre seu pacote é ampla e legítima.

4.3. O *MANAGEMENT BUYOUT* (MBO) COMO HIPÓTESE-LIMITE

Resta uma hipótese de baixa incidência no Brasil neste momento, que convém registrar para completude analítica e que se distingue das anteriores por uma inversão de papéis. No *management buyout*, o *searcher* deixa de ser vendedor, ao lado dos investidores, para tornar-se comprador: é ele – isoladamente ou com terceiros – quem adquire a *target*, ou parte relevante dela, dos investidores que pretendem sair. Aqui, e só aqui, a tensão deixa de ser estrutural e atenuada para tornar-se **conflito direto**: o *searcher*-comprador tem interesse em

adquirir pelo menor preço; os investidores-vendedores, em alienar pelo maior. Os interesses são, por definição, opostos – e a operação cai no núcleo da disciplina do conflito de interesses do administrador (art. 156), agravada pela circunstância de o *searcher*, como gestor, deter informação sobre a companhia que os investidores podem não deter em igual medida, o que convoca o dever de lealdade (art. 155). O tratamento dogmático desta hipótese – das três zonas, a de incidência mais nítida dos arts. 155 e 156 – desenvolve-se na Seção 5[680].

5. OS DEVERES DO *SEARCHER* NO *EXIT* À LUZ DA LEI DAS S.A.

Mapeadas as zonas de tensão e medida a sua real extensão, cabe agora qualificá-las juridicamente. A pergunta que organiza esta seção é a de saber que deveres a Lei das S.A. impõe ao *searcher* no momento da venda, e como esses deveres respondem a cada uma das tensões identificadas. Sustentaremos que o regime dos arts. 153 a 159 não apenas dá conta dessas tensões, mas o faz de modo a confirmar a robustez do modelo. O que o Grupo A revela é, em sua quase totalidade, cumprimento de dever (Seção 5.1); o que o Grupo B isola são hipóteses estreitas para as quais a disciplina do conflito de interesses (Seção 5.2) e do dever de lealdade (Seção 5.3) oferece resposta integral. Começamos pelo dever central – o do art. 154 –, porque é dele que depende a qualificação de tudo o mais.

680 Uma observação final sobre um dispositivo por vezes cogitado nesse contexto: a disciplina das sociedades coligadas e controladas (art. 245) não incide na hipótese. Quando o *searcher* adquire a *target* por meio de sociedade que controla, a relação de controle ou coligação entre a sociedade adquirente e a *target* não preexiste ao tempo da negociação do *management buyout*, mas é por ele criada.

5.1. O ART. 154 E O DEVER DE EMPREGAR DILIGÊNCIA PARA MAXIMIZAR O VALOR DE ALIENAÇÃO

O art. 154 da Lei das S.A. determina que o administrador exerça "*as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para* ***lograr os fins e no interesse da companhia****, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa*" (grifo nosso). A questão que nos interessa é direta: no *exit* de um *search fund*, o que exige, do *searcher*-administrador, o dever de atuar no interesse da *target*? A resposta depende de uma definição prévia – a de **interesse social** –, sobre a qual a doutrina brasileira se divide, e é por ela que precisamos começar.

Simplificando um debate vasto, duas concepções disputam o conceito de interesse social. Para o **contratualismo**, o interesse social coincide com o interesse comum dos sócios – não um interesse superior a eles, mas o que os une enquanto sócios (*uti socii*, na qualidade de sócios)[681]. Para o **institucionalismo**, a companhia é instituição dotada de interesse próprio, que pode transcender o dos sócios e voltar-se a fins que os ultrapassam. No Brasil, a corrente institucionalista tem em Modesto Carvalhosa seu expoente mais firme.

A nosso ver – e, sobretudo, na leitura que prevalece de fato na doutrina e na prática brasileiras –, o interesse social não é nem o mero somatório dos interesses individuais dos acionistas, nem um interesse autônomo e superior a eles. Situa-se num ponto intermediário. É a posição que Salomão Filho sintetizou na fórmula, hoje célebre, do **institucionalismo de princípios e contratualismo de fato** – isto é, princípios de inspiração institucional convivendo com regras operativas que, na sua maioria, denotam forte contratualismo –, que Cerezetti perfilha ao descrever o sistema brasileiro[682]. Eizirik não hesita

681 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 381.

682 SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade anônima: interesse público e privado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Nova Série, ano XLI, nº 127, pp. 7-20, jul./set. 2002, p. 14; e CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 182-185. A própria Cerezetti não é contratualista: descreve a Lei das S.A. como portadora de propósitos institucionalistas

em afirmar que, embora o regime oscile entre as duas concepções, prevalece entre nós a orientação do primeiro, o contratualismo[683]. É nessa leitura **funcional e prevalecente** – e não no contratualismo puro nem no institucionalismo organizativo – que ancoramos o que se segue.

Para ligar essa definição ao dever do administrador, recorremos a uma decomposição clássica, de origem em Ascarelli e sistematizada por Erasmo: o escopo (a causa) do contrato de sociedade decompõe-se em **escopo-meio** – o exercício da empresa, o objeto social (art. 2º da Lei das S.A.) – e **escopo-fim** – a produção e a distribuição de resultado aos sócios[684]. A decomposição não é particularidade de um autor: reaparece, no mesmo binômio, em Comparato, em Eizirik e em von Adamek, que dela extrai diretamente a consequência que nos interessa[685].

É de von Adamek a formulação mais direta da ponte entre o escopo-fim e o dever do administrador: sob o art. 154, o administrador deve guiar sua atuação para o escopo-meio ou para o escopo-fim – e o escopo-fim é precisamente a obtenção e partilha de lucros entre os acionistas[686]. Perseguir o escopo-fim é, portanto, atuar no interesse da companhia, não se desviar dele. E Eizirik, comentando o próprio art. 154, fecha o raciocínio: os deveres fundamentais do administrador são realizar o objeto social e maximizar os lucros, desenvolvendo o objeto da forma mais lucrativa possível, funcionando o bem público e a função social como *topoi* – limites externos, e não conteúdo positivo

---

no plano dos princípios, cujas regras operativas, porém, não impõem a consumação dos mesmos desígnios – tensão que busca corrigir em favor do polo institucional. Colhe-se a fórmula, aqui, como diagnóstico da prevalência de fato do contratualismo, não como adesão à agenda institucionalista.

683 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2ª ed., rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 2, p. 18.

684 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembléias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993, p. 60.

685 COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *Op. cit.*, 2014, p. 431; e EIZIRIK, *Op. cit.*, 2015, v. 2, p. 210.

686 VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 143.

do dever[687]. Maximizar o resultado partilhável aos sócios, dentro do limite da função social, é o que o art. 154 pede do administrador.

Chegamos a um ponto relevante: a conexão entre a decomposição descrita acima e a estrutura objeto deste artigo. A decomposição acima só autoriza a leitura que defendemos se a **alienação programada da companhia** integrar o **escopo coletivo** do veículo – isto é, se a saída for finalidade comum dos sócios *uti socii*, inscrita na causa da estrutura desde a origem, e não interesse individual de liquidez de um sócio (*uti singuli*, na qualidade de indivíduo), que Erasmo expressamente exclui do interesse social[688]. Provada a premissa, a alienação insere-se no esquema causal do contrato de sociedade e maximizar o seu valor é realizar o escopo social[689].

No *search fund*, essa premissa não é construção retórica, mas traço estrutural do veículo, demonstrável documentalmente – e a documentação é convergente, quando não padronizada. Os regulamentos de FIP estruturados em *search funds*, registrados na CVM, atribuem ao fundo **prazo determinado** – tipicamente dez anos, prorrogáveis por períodos adicionais limitados –, cuja prorrogação, quando admitida, é, em regra, ela própria expressamente funcionalizada à *alienação ordenada* da sociedade-alvo e à distribuição de resultados aos cotistas. E inscrevem a **finalidade de desinvestimento** no próprio objeto do veículo ou no núcleo de sua política de investimento: o fundo tem por objetivo viabilizar a aquisição, a criação de valor e o posterior desinvestimento da participação na sociedade-alvo, em ciclo que vai de um período de investimento a um período de desinvestimento, durante o qual cabe à gestora conduzir o desinvestimento total. A própria realização da participação do *searcher* está vinculada à ocorrência de eventos de liquidez, conforme descrito ao longo da Seção 2. Desse modo, a saída é, também para o *searcher*, o momento de realização

687 EIZIRIK, *Op. cit.*, 2015, v. 3, pp. 127-128.
688 FRANÇA, *Op. cit.*, 1993, p. 56.
689 FRANÇA, *Op. cit.*, 1993, p. 59.

do escopo comum, e não interesse particular oposto aos demais[690]. A alienação programada está, em suma, inscrita na causa do FIP desde a origem, em redação que se repete de fundo a fundo – o que indica tratar-se de traço estrutural do modelo, e não de nota distintiva de um veículo isolado.

Estabelecida a premissa, podemos enunciar a tese. Quando a alienação programada integra a causa lícita e coletiva do veículo desde a origem, o dever do *searcher*-administrador, no *exit*, é o de **empregar diligência para maximizar o valor de alienação**, sem violar o interesse social nem a função social da empresa. Algumas qualificações compõem a armadura dessa formulação, e convém torná-las explícitas, porque é nelas que a tese resiste às objeções previsíveis.

A primeira é que se trata de dever de empregar diligência para maximizar – e não de garantir um resultado. A diligência do administrador é **obrigação de meio**, não de resultado[691]. O dever incide sobre a conduta, o processo e o juízo de negócio, não sobre o desfecho. Assim formulada, a tese é plenamente compatível com a natureza da diligência: não se exige do *searcher* que venda pelo maior preço imaginável, mas que conduza o processo de modo a buscá-lo diligentemente.

690 A descrição repousa em regulamentos de FIP registrados na CVM, constituídos sob a Resolução CVM nº 175 (Anexo Normativo IV) e estruturados como *search funds*, examinados em amostra pelos autores e referidos de forma genérica, sem identificação de fundo. Substância recorrente: (i) prazo determinado, com prorrogação em regra expressamente funcionalizada à alienação ordenada; (ii) objeto – ou núcleo da política de investimento – definido como aquisição, criação de valor e posterior desinvestimento da participação na sociedade-alvo, com ciclo investimento→desinvestimento e dever de melhores esforços na saída; (iii) vinculação da realização da participação do *searcher* à saída (expressa em parte dos regulamentos, por referência a evento de liquidez ou a desinvestimento antecipado; nos demais, decorrente da lógica de distribuição). (iv) desinvestimento conduzido pela gestora, de forma discricionária, com participação obrigatória do Comitê de Investimentos, mediante manifestação consultiva. A deliberação da alienação e os mecanismos de saída conjunta articulam-se também no acordo entre os detentores de participação (*Equityholders Agreement*), confidencial, não reproduzido aqui.

691 VON ADAMEK, *Op. cit.*, 2009, p. 132.

A segunda é que a tese não universaliza a maximização do valor como conteúdo geral do interesse social. Não afirmamos – e seria insustentável afirmar – que toda companhia deva ser gerida para a maximização do valor de alienação. Circunscrevemos a tese ao **veículo cuja causa coletiva inclui a saída**. A objeção de Salomão Filho – de que equiparar interesse social à maximização estimula a especulação, e não a permanência na empresa[692] –, não atinge a tese por duas razões: *(i)* o que aqui se maximiza é **valor real**, realizado na alienação de um veículo concebido para sair, e não valor artificial gerado por incentivos especulativos de gestão; e *(ii)* a **empresa, enquanto atividade econômica, não se extingue** com a venda – ela prossegue sob o novo controlador. Convém, nesse ponto, distinguir a empresa (a atividade) da sociedade que a explora: o que se aliena é a participação na sociedade, ao passo que a atividade empresarial continua[693]. Não há, portanto, no plano da atividade, nem descontinuidade nem destruição de valor, mas transferência.

A terceira é que a maximização opera **dentro do limite** da função social e do bem público, que o *caput* do art. 154 erige em ressalva ("*satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa*"). O dever de maximizar cessa diante do adquirente que pretenda violar a função social da empresa. Como ensina Comparato, na harmonização entre os interesses internos e os externos à companhia, há supremacia destes sobre aqueles em caso de conflito[694]. A tese respeita integralmente essa supremacia, e com ela não conflita: os interesses externos que Comparato protege – da comunidade, dos trabalhadores,

692 COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *Op. cit.*, 2014, pp. 427-428.

693 A distinção entre a empresa como atividade e o sujeito que a exerce remonta à teoria dos perfis da empresa de Alberto Asquini, segundo a qual a empresa comporta, entre outros, um perfil funcional – a atividade – e um perfil subjetivo – o empresário ou sociedade empresária (ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Trad. Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XXXV, nº 104, pp. 109-126, out./dez. 1996 [1943], pp. 109-116).

694 COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *Op. cit.*, 2014, p. 419.

do ambiente, dos consumidores – não são tocados pela alienação de um veículo a um adquirente que dará continuidade à empresa[695].

Há outra objeção mais frontal: a de que a Lei das S.A. seria nitidamente institucionalista, e o interesse social, de ordem superior e de natureza autônoma, transcende os interesses dos acionistas[696]. Respondemos no plano em que a objeção se coloca. A concepção da companhia como pessoa em si (*Person an sich*, na expressão alemã que designa o ente coletivo dotado de personalidade e interesse próprios, distintos dos de seus membros) é expressamente rejeitada tanto por Comparato quanto por Erasmo[697]. E o próprio Comparato, longe de filiar o interesse social a um ente autônomo, ancora-o no interesse comum dos sócios à realização do escopo social, cujo objetivo final é a repartição de lucros entre eles[698]. A leitura que defendemos não é, pois, particularidade: alinha-se à orientação que prevalece de fato na doutrina e na prática brasileiras, da qual a posição de Carvalhosa representa o polo minoritário.

Por fim, uma objeção mais sutil que a institucionalista, mas que convém enfrentá-la de frente: a de que os deveres do administrador correm para a companhia, e não para os acionistas que pretendem vender. Sob essa objeção, o dever de maximizar o valor de alienação confundiria o destinatário dos deveres fiduciários, pondo o administrador a serviço dos vendedores. A resposta decorre, em rigor, do percurso já feito – e prescinde de adesão a qualquer dos polos do debate sobre o interesse social, pois aceita a própria premissa da objeção. Os deveres correm, de fato, para a companhia. O que a objeção não enxerga é o conteúdo do interesse social *desta* companhia.

695 Onde houver conflito real – a venda a um adquirente predatório, que se propusesse a desmontar a empresa em prejuízo desses interesses –, o limite da função social operaria.

696 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5ª ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 3, pp. 329-330.

697 COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *Op. cit.*, 2014, p. 425; e FRANÇA, *Op. cit.*, 1993, p. 56.

698 COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *Op. cit.*, 2014, p. 431.

Com efeito: *(i)* na leitura funcional e prevalecente em que ancoramos esta seção, o interesse social vincula-se à consecução do objeto social e à produção de resultado a repartir entre os sócios – o binômio em que vimos convergirem Erasmo, Comparato, Eizirik e von Adamek; *(ii)* na hipótese típica que este artigo analisa, a titularidade do capital da *target* concentra-se, integral ou quase integralmente, no FIP; *(iii)* a causa desse sócio – veículo de prazo determinado, constituído para percorrer o ciclo que vai do investimento ao desinvestimento – qualifica, por isso mesmo, o interesse comum que dá conteúdo ao interesse social da *target*: o escopo-fim, aqui, realiza-se pela alienação; *(iv)* logo, conduzir a venda com diligência para maximizar o seu valor não é servir aos "vendedores" contra a companhia, mas é realizar o interesse social desta, observado o limite da função social que a terceira qualificação já demarcou. A objeção dissolve-se no próprio conceito de interesse social de que partimos, qualquer que seja o rótulo que lhe seja dado[699].

O dever de empregar diligência para maximizar o valor de alienação cumpre-se, na prática, por mecanismos que o tornem demonstrável – e o principal deles é a **âncora de valor própria do preço de aquisição**, a que aludimos na Seção 4.2. Se o dever é maximizar, o processo de venda deve poder demonstrar que o preço foi negociado e validado por mérito próprio.

Duas âncoras prestam-se a essa demonstração, em gradação. A mais forte, quando o caso a comporta, é o **processo competitivo documentado** – a sondagem estruturada de múltiplos proponentes, em regra conduzida com assessor de venda –, que não estima o valor de mercado do ativo, mas o constata, fazendo o preço emergir do confronto efetivo entre interessados. A outra é a **avaliação independente** – a *fairness opinion* (parecer de avaliação independente, na tradução corrente), emitida por terceiro qualificado –, âncora

699 A resposta pressupõe a hipótese típica: capital concentrado no veículo cuja causa inclui a saída. A presença de acionistas minoritários estranhos a essa causa não constitui exceção que se deixe de enfrentar, mas suposto de fato diverso, situado fora do recorte metodológico fixado na Introdução; a ele, por isso, não se estende a análise.

disponível em qualquer cenário e ainda mais relevante ali onde o processo competitivo não tem lugar: no MBO e nas tratativas bilaterais. É aí, na hipótese-limite, que a *fairness opinion* se faz o instrumento por excelência da demonstração, dando ao preço, na ausência de mercado que o revele, âncora externa e verificável. Não se trata de exigência legal expressa para a companhia fechada, mas de concretização do próprio dever de diligência: ao subordinar o preço a uma avaliação técnica autônoma, o *searcher* e o órgão deliberativo *(i)* documentam o cumprimento do dever de maximizar, *(ii)* blindam a operação contra a suspeita de que o preço tenha sido rebaixado em troca de vantagem pessoal e *(iii)* preservam a higidez da divisão do valor comum entre todos os detentores de participação. A *fairness opinion* é, nesse sentido, a tradução operacional da tese: o dever de maximizar, posto à prova por um parâmetro externo[700].

Uma fronteira fecha o tratamento do Grupo A. Quando a preferência do *searcher* por receber em participação, e não em dinheiro (Seção 4.1), for guiada por seu próprio vínculo futuro com a adquirente, e não pela melhor solução para o conjunto, a hipótese deixa de ser simples divergência sobre o modo de realizar o valor comum e desliza para o regime da divergência estrutural – submetendo-se, então, aos deveres de conflito (art. 156) e de lealdade (art. 155) que as seções seguintes examinam.

5.2. O CONFLITO DE INTERESSES (ART. 156) E O AFASTAMENTO DO *SEARCHER*

Demarcado o território do art. 154, podemos circunscrever com precisão o do art. 156, que disciplina o conflito de interesses do administrador. A distinção entre os dois é, a nosso ver, a chave para

700 Em sentido convergente quanto à adoção de salvaguardas procedimentais, o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 – conquanto verse sobre operações entre a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, e não tenha natureza vinculante – orienta que procedimentos objetivos, como a constituição de comitê especial independente e a observância de condições equitativas, sirvam ao cumprimento dos deveres fiduciários dos administradores.

qualificar corretamente a atuação do *searcher* no *exit*, e dela depende que não se confunda cumprimento de dever com conflito a disciplinar. O art. 156 determina que o administrador não intervenha em operação social em que tenha interesse conflitante com o da companhia, cumprindo-lhe informar seu impedimento e fazer consignar a natureza e a extensão do interesse. A pergunta é, então, quando essa vedação alcança o *searcher*.

A resposta decorre diretamente da distinção entre os Grupos A e B que traçamos na Seção 4 – e, antes de tudo, de um juízo sobre a **estrutura de interesses** de cada hipótese, anterior a qualquer querela sobre como se afere o conflito. Na condução ordinária da venda – as escolhas sobre forma de recebimento, estrutura de pagamento e momento da alienação que compõem o Grupo A –, *searcher* e investidores querem o mesmo: vender pelo maior valor. **Não há divergência estrutural de interesses** – e, não havendo, o art. 156 sequer é convocado. Convém sublinhar que essa exclusão independe da corrente que se adote sobre o conflito de interesses: nem a leitura que se atém à posição do administrador, nem a que exige sacrifício concreto do interesse social, enxergam conflito onde os interesses, por desenho, convergem. O *searcher* que conduz diligentemente a venda de um veículo cuja causa é a saída cumpre o dever funcional do art. 154 (Seção 5.1), não exerce interesse próprio contra o da companhia. Tratar a condução ordinária do *exit* como terreno do art. 156 seria, portanto, equívoco de qualificação: quem negocia o melhor preço não está em conflito – faz o que dele se espera.

O art. 156 é convocado, isto sim, nas hipóteses em que a estrutura de interesses se inverte – aquelas em que o interesse pessoal do *searcher* deixa de convergir com o comum e passa a opor-se a ele. São duas e as isolamos na Seção 4: o pacote pós-fechamento desproporcional (o Grupo B, na Seção 4.2) e, sobretudo, o *management buyout* (na Seção 4.3), no qual o *searcher* assume a posição de comprador e seus interesses se opõem, por definição, aos dos vendedores. Aqui há **divergência estrutural** – posições contrapostas – e, por isso, terreno próprio do art. 156.

Antes de adentrar na discussão sobre a aferição do conflito, convém precisar a extensão do verbo *intervir*, porque dela depende o alcance da vedação. Adotamo-lo em sentido amplo: não se reduz a votar a operação, mas abrange conduzir a negociação, receber e processar propostas e discutir as bases do negócio com o Conselho de Administração.[701] Não fosse assim, a vedação seria facilmente contornável: bastaria abster-se do voto formal, conservando o controle material da negociação, o que frustraria a função do art. 156 – preservar a formação da vontade social da influência de quem, na operação, persegue interesse próprio. Esse sentido amplo, todavia, não transforma toda atuação do *searcher* em intervenção vedada, pois onde **não há divergência estrutural de interesses** – como no Grupo A –, nada há o que vedar, e a condução da venda pelo *searcher* é legítima e esperada; onde a **divergência existe** – como no MBO –, é a própria condução, e não apenas o voto, que o cuidado recai.

Essa extensão à conduta tem dupla fundamentação. A primeira, funcional-objetiva: quando informa, negocia ou recomenda no processo de venda, o administrador atua na esfera funcional da companhia – vale-se do cargo e da posição que ele confere –, e é essa atuação que o art. 156 disciplina. A segunda, genético-causal, própria da estrutura aqui examinada: o cargo do *searcher* não preexiste ao arranjo – foi criado para executar o ciclo que culmina na venda –, de modo que sua intervenção no *exit* é o ato final da função, não um desvio dela[702].

701 Em sentido amplo, abrangendo a condução das negociações e a fase de discussão, e não apenas o voto: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. I, pp. 1.160-1.161; CARVALHOSA, *Op. cit.*, 2011, vol. 3, p. 383. O mesmo entendimento já foi apresentado no âmbito da CVM, através do voto do ex-Presidente Marcelo Trindade no Caso AMBEV (PA CVM nº RJ2004/5494, julgado em: 16.12.2004), segundo o qual o interesse paralelo do administrador o impede não apenas de votar, mas também de participar das negociações

702 Uma cautela, porém, impõe-se: da origem funcional do mandato não se extrai vínculo de obediência a quem o instituiu – os deveres do *searcher*-administrador correm para a companhia, como os de qualquer administrador, e a gênese do cargo revela apenas que a atuação na venda integra sua esfera funcional, não que ele sirva a este ou àquele grupo.

Chegamos a um ponto doutrinariamente sensível, sobre o qual – deliberadamente – não tomaremos partido: o de saber se o conflito que o art. 156 veda é o formal ou o material (também dito substancial). A linha que os separa está no **momento** em que o conflito se afere e na **consequência** que daí decorre. Pela leitura **formal**, o conflito verifica-se *antes* da intervenção: a simples contraposição de interesses entre administrador e companhia basta para acionar o impedimento, prévio e independente do exame do negócio ou de seu resultado. Pela leitura **material**, a aferição é *posterior*: não há impedimento prévio, mas atuação autorizada, examinando-se depois os termos do negócio, seus efeitos reais sobre a companhia e as circunstâncias da operação, e invalidando-se o ato apenas se configurado o sacrifício do interesse social, com dano atual ou potencial. A distinção foi elaborada sobretudo a propósito do conflito do acionista (art. 115), e seu panorama é exposto por Capuruço e Cesconi Lara[703].

Registramos a existência das correntes sem aderir a nenhuma, e a reserva tem fundamento. O debate está consideravelmente mais consolidado no terreno do art. 115 – o conflito do acionista no voto – do que no do art. 156 – o conflito do administrador na intervenção. Quanto a este, observa-se, em anos recentes, aproximação pela CVM à leitura material quanto aos administradores, sem que se possa afirmar orientação consolidada ou definitiva[704]. Tratando-se de questão em evolução, parece-nos mais prudente expor o estado da arte do que cravar posição.

Explicadas as vertentes de aferição do conflito, partiremos para o tratamento das duas hipóteses do Grupo B, que não são idênticas. No MBO, o *searcher* está **do outro lado da mesa** – é o comprador.

703 Sobre o panorama das correntes *formal* e *material* e a evolução do entendimento da CVM quanto ao acionista (art. 115), vide CAPURUÇO, Guilherme Rocha; CESCONI LARA, João Luís. Conflito de interesses de acionistas na jurisprudência da CVM: evolução e tendências. In: *Estudos sobre conflitos societários*. São Paulo: Expert, 2024, pp. 261-292.

704 Até o Caso Saraiva, a orientação consolidada do Colegiado da CVM quanto ao art. 156 era a do conflito formal, com impedimento prévio do administrador (v., entre outros, PAS CVM nº 09/2009, julgado em: 21.07.2015, e PAS CVM nº 19957.011059/2019-71, julgado em: 22.09.2020); sobre esse marco de inflexão, v. nota 54.

Nessa hipótese mais sensível, a posição mais prudente para o *searcher* é afastar-se da própria condução da operação – da negociação à deliberação –, dando ciência de seu interesse e fazendo consignar em ata a sua natureza e a sua extensão, conforme determina o *caput* do art. 156. A decisão de alienar, o preço e as condições formam-se inteiramente, do lado vendedor, pelos investidores (assessorados, quando o caso, por avaliação independente), atuando o *searcher* como contraparte declarada, jamais como administrador a conduzir os dois polos[705]. Esse afastamento não traduz tomada de posição sobre o momento em que o conflito se afere – questão que, como dito, deixamos em aberto –, mas recomendação de prudência na hipótese em que os interesses se opõem por definição: o que o justifica, qualquer que seja o entendimento que se adote, é preservar a formação da vontade vendedora – e a validação do preço por avaliação independente – a salvo da influência de quem, do outro lado da mesa, tem interesse em reduzi-lo.

A estrutura do *search fund* confere a esse afastamento um reforço que convém notar. O veículo é bipolar – de um lado, o *searcher*; de outro, os investidores –, de modo que, retirado o *searcher* da condução, a formação da vontade da companhia recai sobre **quem tem interesse oposto ao seu**: os investidores, cujo interesse é alienar pelo maior preço, no MBO. Quem conduz a operação na ausência do *searcher* não é, portanto, um terceiro indiferente, mas a contraparte de seu interesse – e uma contraparte zela pela equação econômica do negócio com rigor que dificilmente um terceiro neutro alcançaria, porque defende posição própria. A bipolaridade, que à primeira vista poderia sugerir fragilidade – a falta de um árbitro externo a ambos os polos –, opera, neste plano, em sentido inverso: como reforço da proteção ao interesse comum.

705 Note-se que, no MBO, a contratação que o *searcher* entabula dá-se com os sócios da *target* – e não com a companhia –, de sorte que não incide o § 1º do art. 156 (negócio entre o administrador e a companhia em condições equitativas). O que governa a situação é o *caput* desse dispositivo.

No pacote pós-fechamento, o *searcher* não é contraparte da venda, mas administrador com **interesse paralelo** nela – o conflito só emerge se e quando a retribuição pessoal exceder o valor de mercado do trabalho futuro (Seção 4.2), e a disciplina opera, aqui, sob a forma de um protocolo, cujo vetor é único: o *searcher* jamais conduz, a um só tempo, as duas pontas da equação. Aberta a discussão de pacote de permanência com qualquer proponente, a disciplina admite dois desenhos, que se distinguem por um único eixo: se o *searcher* conduz, ou não, a negociação do preço. No primeiro, segregação no tempo, o *searcher* conduz a negociação do preço e das demais condições da operação – atividade que, validada *a posteriori* pela gestora e pelos investidores, que detêm o poder decisório (Seção 3), é cumprimento do dever de diligência (Grupo A) –, e só depois de encerrada essa fase passa a negociar o seu pacote pós-fechamento. No segundo, segregação de trilhas, a negociação do preço desloca-se desde logo para a gestora e os investidores, cabendo ao *searcher* apenas os demais termos da operação, e somente concluído esse conjunto passa o *searcher* a negociar a retribuição que lhe interessa diretamente.

Em ambos os desenhos, transparência integral quanto aos termos ofertados (art. 155). A eventual desproporção da retribuição não é, nesse protocolo, o gatilho da cautela – é o seu agravante: o excesso sensível em relação ao valor de mercado do trabalho futuro reforça o escrutínio e convoca os remédios do art. 156, mas a segregação descrita acima opera desde a abertura da tratativa, justamente para que a suspeita não precise surgir. Note-se que, no pacote, essa cautela não pressupõe conflito formal algum: opera no plano do dever de lealdade (art. 155) e da autorização da vantagem (art. 154, § 2º, alínea "c", adiante), independentemente de quando – e de se – o conflito do art. 156 chega a caracterizar-se. A segregação é, aqui, prevenção, não impedimento.

Esse protocolo encontra, ainda, base em dispositivo específico de direito positivo. O pacote pós-fechamento é, antes de mais nada, uma vantagem que um terceiro (o adquirente) oferece ao administrador da *target*. Entendemos, por isso, que se lhe aplicaria a hipótese da alínea

"c" do § 2º do art. 154, que veda ao administrador receber de terceiro, sem autorização, vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício do cargo – conceito que a doutrina toma em sentido amplo, a abranger as vantagens indiretas e as não pecuniárias[706].

Poderia parecer que o pacote remunera apenas trabalho futuro, sob vínculo novo, e não o cargo. Todavia, é a própria função do *searcher* que sela o nexo: ele se destina a conservá-lo à frente do negócio, de modo que este não deixa o cargo de administrador da *target* – apenas passa a exercê-lo sob novo controle –, e é por ocupá-lo que se torna destinatário da oferta; a vantagem é, então, exatamente a que "*não receberia caso não ocupasse o cargo*"[707]. Restaria opor que o adquirente negocia com os acionistas, não com a companhia, mas o nexo da "c" é com o cargo, não com a existência de negócio entre o terceiro e a companhia – a ideia de que a alínea só alcança quem com a companhia negocia é leitura do caso típico (o fornecedor, o cliente, o banco), não elemento do tipo, e o teste do nexo capta o pacote qualquer que seja a contraparte formal da compra. Trata-se, reconheça-se, de leitura que propomos – a extensão da alínea "c" a um pacote em si lícito não é, ainda, terreno doutrinariamente assentado –, e a oferecemos justamente para que a prática e a doutrina a submetam ao teste.

Há mais: a intuição de que o pacote seria mero negócio entre particulares, alheio à companhia, esbarra também na própria letra da alínea, pela modalidade indireta da vantagem que contempla. A Seção 4 já demonstrou que o excesso no pacote é, na substância, abatimento disfarçado no preço de aquisição – valor que migra da companhia e dos detentores de participação para o bolso do *searcher* –, de sorte que o pacote desproporcional se reconecta à companhia: o preço

706 CARVALHOSA, *Op. cit.*, 2011, v. 3, p. 344.

707 LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, *Op. cit.*, 2009, pp. 1.127-1.128. Poder-se-ia opor que, consumada a operação, o adquirente já não é terceiro, mas controlador. A objeção, porém, toma o *exit* como concluído. Propomos uma leitura temporal da incidência: o vínculo com o terceiro afere-se no instante em que a vantagem é prometida – nesse instante, o adquirente é ainda terceiro que, para alcançar o ativo, negocia através da posição que o *searcher* ocupa na *target*, e o pagamento diferido para depois do fechamento não desfaz o nexo formado antes dele; do contrário, bastaria diferi-lo para esvaziar a vedação.

rebaixado é o seu prejuízo, o pacote inflado a contrapartida pessoal. Lemos, pois, o excesso como **vantagem indireta** na acepção da alínea "c". De todo modo, o dispositivo não proíbe a vantagem: torna-a lícita desde que não autorizada – e a autorização, adverte a doutrina, há de ser expressa e específica, sem bastar a mera ciência dos sócios[708]. É o ponto em que a alínea reencontra o critério substantivo da Seção 4: pelo consentimento informado dos investidores afere-se se o pacote remunera, a valor de mercado, trabalho futuro real – e então, autorizada, a vantagem presume-se lícita, porque quem a autoriza "*não vê nela fonte de prejuízo*"[709] –, ou se encobre o abatimento, hipótese em que o consentimento qualificado faltará e incidirão os remédios que adiante se examinam. A exigência é, no fundo, de lealdade[710]: não onera o *searcher* honesto – reclama apenas que o valor seja real e que os investidores, informados, consintam –, e confere forma jurídica ao que, sem ela, passaria por arranjo trabalhista trivial e escaparia ao seu consentimento.

5.3. O DEVER DE LEALDADE COMO FUNDAMENTO DA TRANSPARÊNCIA (ART. 155)

Resta o dever que perpassa todas as hipóteses até aqui examinadas e lhes confere a salvaguarda final: o **dever de lealdade**, inscrito no art. 155 da Lei das S.A. Se a leitura funcional do art. 154 (Seção 5.1) qualifica a atuação ordinária do *searcher* como cumprimento de dever, e a disciplina do art. 156 (Seção 5.2) trata as hipóteses de divergência

708 VON ADAMEK, *Op. cit.*, 2009, p. 153.

709 TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores*. São Paulo: Atlas, 1997, p. 57.

710 A vedação não é letra morta: a CVM a tem aplicado, na fórmula "art. 154, § 2º, "c", c/c art. 155, *caput*", como concretização do dever de lealdade e independentemente de prova de prejuízo (PAS CVM nº 05/2016, caso RNEST, e nº 06/2016, caso COMPERJ, Rel. Dir. Henrique Machado, julgado em 2020; PAS CVM nº 19957.011337/2019-90, caso Zelada/SBM, Rel. Dir. Otto Lobo, julgado em 2022). Cuida-se, porém, de favorecimento ilícito: invocamo-los para demonstrar que a alínea é norma viva, não para assimilar o pacote de retenção a suborno.

estrutural, é o art. 155 que sustenta, em todas elas, a exigência de **transparência** – o dever de o *searcher* não se servir, em proveito próprio, de informação ou de posição que detém em razão do cargo, e de dar a conhecer aos investidores o que estes precisam saber para deliberar com discernimento.

Convém, primeiro, explicar por que ancoramos a transparência no art. 155, e não no art. 157 – escolha que não é de detalhe, e que a estrutura do *search fund* torna necessária. O art. 157 disciplina o dever de informar com riqueza de hipóteses. Sua letra, porém, dirige-se ao administrador de companhia aberta – fala em valores mobiliários negociados no mercado, em informação ao público investidor, em deveres perante a CVM e a bolsa. Ora, a *target* é, em regra, companhia fechada – como o são, tipicamente, nas estruturas objeto deste artigo. Aplicar-lhe a letra do art. 157 seria forçar um enunciado concebido para outra realidade. O dever de transparência do *searcher* não desaparece por isso, apenas muda de sede: encontra fundamento no art. 155, que enuncia o dever de lealdade de modo geral, aplicável ao administrador de toda sociedade anônima, aberta ou fechada[711].

Essa ancoragem tem consequência prática direta sobre as duas hipóteses de divergência estrutural. No MBO, a assimetria informacional é o cerne do problema: o *searcher*-comprador conhece a *target* como ninguém – conhece os números, as perspectivas, os riscos latentes –, ao passo que os investidores-vendedores podem não deter informação em igual medida. O dever de lealdade do art. 155 impõe-lhe, aí, **transparência ativa**: não basta abster-se de mentir, cumpre-lhe partilhar com os vendedores a informação relevante de que dispõe em razão do cargo, sob pena de a vantagem informacional

711 O art. 157 da Lei das S.A., ao disciplinar o dever de informar, dirige-se em sua literalidade ao administrador de companhia aberta, como revelam as referências a valores mobiliários de emissão da companhia, à sua negociação no mercado e aos deveres de divulgação perante o público investidor. Disso não decorre que o administrador de companhia fechada esteja desonerado de transparência: o dever subsiste, com fundamento no art. 155, que enuncia o dever de lealdade de forma geral, sem distinção entre companhia aberta e fechada. A propósito da tese sobre menor rigidez das exigências sobre autocontratação na companhia fechada, vide EIZIRIK, *Op. cit.*, 2015, vol. 3, p. 149.

converter o preço de compra em captura indevida de valor. No pacote pós-fechamento desproporcional, o art. 155 fundamenta o dever de o *searcher* revelar aos investidores os termos da retribuição que o adquirente lhe oferece – pois só conhecendo-os podem os investidores avaliar se o preço de aquisição preserva sua âncora própria ou se foi rebaixado em favor da compensação pessoal. É também essa revelação que instrumentaliza a autorização exigida pela alínea "c" do § 2º do art. 154 (Seção 5.2): o consentimento informado dos investidores ao pacote, enquanto vantagem de terceiro, pressupõe o conhecimento de seus termos – de modo que a transparência do art. 155 é a condição da autorização que torna a vantagem lícita.

É também o art. 155 que fornece o fundamento dogmático a um mecanismo de governança que a prática de operações de aquisição consagrou e que tem especial serventia no *exit* do *search fund*: o *clean team* (na literalidade, equipe limpa; na prática, grupo restrito e segregado, encarregado de tratar informação sensível sem que ela transite indevidamente entre as partes ou para quem tenha interesse conflitante). Em operações nas quais o *searcher* detém, a um tempo, informação privilegiada sobre a *target* e interesse pessoal divergente – novamente, o MBO e, em menor grau, o *stock deal* em que ele permanecerá vinculado ao adquirente –, o *clean team* segrega o fluxo de informação, de modo que dados concorrencialmente sensíveis ou estratégicos sejam tratados por pessoas sem o interesse conflitante, preservando-se tanto a lealdade que o art. 155 exige quanto a higidez competitiva da operação. Não se trata, uma vez mais, de exigência legal expressa para a companhia fechada, mas de concretização do dever de lealdade: um arranjo que materializa, no plano do processo, aquilo que o art. 155 impõe no plano do dever.

Encerra-se, com isso, o arco dos deveres. Os quatro dispositivos operam em conjunto e sem superposição: o **art. 154**, lido funcionalmente, qualifica a atuação ordinária do *searcher* no *exit* como cumprimento do dever de empregar diligência para maximizar o valor de alienação; o **art. 156** disciplina as hipóteses pontuais de divergência estrutural – o MBO, o pacote desproporcional –, à luz do

qual recomendamos deslocar a condução para quem tem interesse oposto; e o **art. 155** sustenta, transversalmente, a transparência que torna fiscalizável o cumprimento dos dois primeiros. A esses junta-se a alínea "c" do § 2º do mesmo art. 154, que sujeita a vantagem que o terceiro ofereça ao administrador à autorização informada dos investidores. Essa leitura integrada – em que o art. 156 não se examina isoladamente, mas à luz dos deveres de finalidade (art. 154) e de lealdade (art. 155) – encontra eco na jurisprudência da CVM, que assentou não ser possível dissociar a análise do art. 156 dos demais deveres do administrador, de modo que este não precisa sacrificar todo e qualquer interesse que tenha, desde que atue no melhor interesse da companhia e em atenção ao dever de lealdade[712]. É esse conjunto – e não qualquer regime de exceção ou construção *ad hoc* – que a Lei das S.A. oferece, e que, ao cabo da análise, rege a atuação do *searcher* no *exit*. A robustez do modelo não está, portanto, em estar imune a tensões, mas em que as tensões que lhe são próprias encontram, no direito societário vigente, resposta integral.

6. CONCLUSÃO

Percorremos o *exit* de um *search fund* a partir de uma pergunta simples – que deveres a Lei das S.A. impõe ao *searcher* no momento da venda?

O caminho até essa resposta passou por três constatações encadeadas.

A primeira, de estrutura: a participação societária do *searcher* é elemento que o coloca, por desenho, na mesma direção dos

712 BRASIL. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003175/2020-50 (Caso Saraiva), voto do Diretor Relator Alexandre Costa Rangel, § 165, julgado em: 8 de novembro de 2022. Colhe-se o precedente apenas pela leitura *integrada* dos deveres do administrador – que independe da adesão a qualquer corrente –, e não como tomada de posição sobre a controvérsia entre conflito formal e material, da qual este artigo se abstém. O Caso Saraiva, em que a maioria adotou a leitura material quanto ao art. 156, representa ponto de inflexão e de tensão – como ressalvou a divergência no próprio julgamento.

investidores – ambos só realizam ganho se houver valor a partilhar, e tanto mais ganham quanto maior for esse valor. Daí que, no *search fund*, o alinhamento seja a regra, e a divergência, a exceção.

A segunda, de poder: o *searcher*, a despeito dos muitos papéis que acumula, não decide a alienação – nem na esfera da gestora, de que não é parte, nem nos colegiados em que tem assento e nos quais os investidores prevalecem. Essa condição não-decisória, longe de detalhe, é o que afasta, na maior parte de sua atuação no *exit*, a hipótese de um conflito que ele não tem meios de impor.

A terceira, de qualificação: as zonas em que seu interesse pode, ainda assim, descolar-se do interesse comum são poucas e delimitadas – e, mesmo essas, ou se resolvem como divergência sobre o modo de realizar um valor que ambos querem maximizar, ou se restringem à captura de valor pessoal em hipóteses estreitas.

É sobre esse pano de fundo que a tese central do artigo se sustenta. Quando a alienação programada da companhia integra a causa lícita e coletiva do veículo desde a origem – como ocorre nos *search funds* estruturados via FIP, veículos de prazo determinado constituídos para o desinvestimento –, o dever do *searcher*-administrador, no *exit*, pode ser lido como o de **empregar diligência para maximizar o valor de alienação**, sem violar o interesse social nem a função social da empresa. Lida assim, à luz de sua finalidade, a maior parte da atuação do *searcher* na venda é cumprimento de dever (art. 154), não exercício de interesse próprio em conflito. E onde o conflito de fato emerge – no MBO, em que o *searcher* passa a comprador, e no pacote pós-fechamento desproporcional –, a Lei das S.A. oferece resposta precisa: a disciplina do conflito de interesses (art. 156), à luz da qual recomendamos, por prudência, o afastamento do *searcher* da condução da operação, e o dever de lealdade (art. 155), que sustenta a transparência sem a qual os investidores não deliberam com discernimento. A esses junta-se a vedação da vantagem que o terceiro ofereça ao *searcher* em razão do cargo (art. 154, § 2º, "c"), que a autorização informada dos investidores torna lícita. Os quatro dispositivos operam em conjunto e sem superposição, e a própria estrutura bipolar do *search fund* reforça-lhes

a eficácia, pois desloca a decisão, nas hipóteses de divergência, para quem tem interesse oposto ao do *searcher*.

Não sustentamos, com isso, que o *exit* seja território sem atrito – seria irreal afirmá-lo. Sustentamos algo mais modesto e, a nosso ver, mais sólido: que os atritos que lhe são próprios encontram, no direito societário vigente, resposta integral, sem que se precise recorrer a categorias de exceção ou a dispositivos concebidos para outras realidades. A robustez do modelo não está em ser imune a tensões, mas em que as tensões previsíveis já estão, por assim dizer, antecipadas no regime de deveres a que o *searcher* se submete como administrador.

Resta uma palavra sobre o alcance do que aqui se sustentou. Examinamos a participação societária do *searcher* e o *exit* estritamente à luz da Lei das S.A. e no nível da companhia operacional – tomada a causa do veículo que a controla como dado estrutural. Dentro dessa moldura, o que procuramos demonstrar é que o amadurecimento dos *search funds* no Brasil não reclama, para o momento de sua realização, um direito de exceção: o regime de deveres do administrador, cinquentenário e continuamente reinterpretado, oferece a esse desfecho resposta à altura. À medida que o modelo se difunde e os primeiros ciclos completos de *exit* se acumulam no país, caberá à prática e à doutrina refinar essa leitura – mas o ponto de partida, a nosso ver, já está posto na própria Lei das S.A. Se este trabalho houver contribuído para evidenciá-lo, terá cumprido o seu propósito.

O MODELO BRASILEIRO DE SOCIEDADE ANÔNIMA DO FUTEBOL: INOVAÇÕES, LIMITAÇÕES E PERSPECTIVA COMPARADA COM OS PRINCIPAIS MODELOS EUROPEUS

Adriano Ferraz[713]

Gustavo Paulinelli[714]

1. INTRODUÇÃO

Em agosto de 2021, o Brasil promulgou a Lei nº 14.193/2021 e formalizou a criação da Sociedade Anônima do Futebol, um subtipo de sociedade anônima voltado especificamente à indústria do futebol. A legislação permitiu que clubes historicamente organizados como associações civis, sem fins lucrativos, passassem a explorar a atividade da prática profissional do futebol sob a forma de sociedade anônima, inaugurando uma nova era para o setor. Nos anos seguintes, grupos e investidores nacionais e estrangeiros de relevância passaram a aportar capital em clubes brasileiros, evidenciando o interesse despertado pelo novo modelo.

O presente artigo investiga uma questão central: a Lei da SAF criou um modelo jurídico verdadeiramente original ou é, essencialmente, uma replicação das soluções já consolidadas nos principais mercados europeus? Para respondê-la, empreende-se um estudo comparado do regime jurídico das sociedades utilizadas pelos clubes de futebol na Espanha, em Portugal, na Alemanha e na Inglaterra, jurisdições

713 Sócio da área de Direito Societário e M&A do Freitas Ferraz Advogados. Bacharel e Mestre em Direito Empresarial pela UFMG. Bacharel em Ciências Contábeis pelo Fipecafi. Especialista em direito societário, reestruturações societárias, fusões e aquisições e mercado de capitais. Professor do LL.M. Direito Corporativo do IBMEC e da Pós-graduação em Contratos da PUC Minas. Coautor de obras sobre Direito Societário e Mercado de Capitais.

714 Advogado e Head da prática de Negócios no Esporte no Freitas Ferraz Advogados. Bacharel em Direito pela UFMG. LL.M. em Direito Desportivo Internacional pelo Instituto Superior de Derecho y Economía (Madri). Atuou na equipe de Sports Law do Baker McKenzie em Madrid. Pós-graduado em Administração de Empresas pelo Insper.

selecionadas em razão da maturidade regulatória de seus mercados, da disponibilidade de marcos normativos consolidados e da relevância que exercem como referência para o legislador e para os operadores do direito desportivo no Brasil. A comparação analisa sete dimensões: (i) estrutura jurídica e capital social; (ii) proteções ao clube original; (iii) proteções contra a multipropriedade de clubes; (iv) aspectos de gestão e fiscalização; (v) modelos de captação de recursos; (vi) sucessão e alocação de passivos; e (vii) insolvência e regimes especiais de pagamento de dívidas.[715]

O estudo é dotado de relevância prática imediata, já que, cinco anos após a promulgação da Lei da SAF, o mercado brasileiro começa a acumular experiência suficiente para identificar, com base comparada, os primeiros resultados do modelo, o que ainda permanece em aberto e quais questões demandarão atenção futura. O presente trabalho considerou (i) as alterações introduzidas na Lei da SAF pela recente reforma legislativa oriunda da Lei nº 15.427/2026, (ii) os desenvolvimentos normativos relevantes nas jurisdições europeias analisadas, com destaque para o *Football Governance Act 2025*, que instituiu na Inglaterra o *Independent Football Regulator* (IFR), regulador independente do futebol profissional inglês, e (iii) o Regulamento do Sistema de Sustentabilidade Financeira editado pela CBF, que representa o mais abrangente instrumento de controle financeiro editado até o momento para o futebol profissional brasileiro.

O trabalho não ambiciona esgotar a discussão sobre cada jurisdição analisada, nem substituir os estudos monográficos já existentes sobre cada um dos temas abordados. Seu objetivo é oferecer, de forma sistemática e acessível, um painel comparativo que sirva de instrumento útil a juristas, advogados e gestores que atuam na intersecção entre o direito societário e o direito desportivo, campo em rápida expansão no Brasil desde a edição da Lei da SAF.

715 A análise privilegia fontes normativas primárias e concentra-se na comparação das soluções jurídicas adotadas pelos diferentes ordenamentos para problemas comuns à organização e à sustentabilidade do futebol profissional, conferindo especial relevo às normas e aos regulamentos aplicáveis em cada jurisdição, sem pretensão de reconstruir sistematicamente a doutrina correspondente.

2. COMPARAÇÃO DOS MARCOS REGULATÓRIOS

Nos últimos anos, o universo do esporte, especialmente o futebol, testemunhou desenvolvimentos legislativos relevantes em várias jurisdições. O Brasil introduziu a Lei da SAF, a Espanha modernizou seu arcabouço regulatório com a nova Lei do Esporte Espanhola (2022), Portugal editou a Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas (2023) e a Inglaterra promulgou o *Football Governance Act* (2025). Esses movimentos refletem uma tendência da crescente compreensão de que o futebol profissional, dado seu impacto econômico e social, demanda estruturas normativas específicas, que vão além da mera aplicação subsidiária das normas societárias gerais.

É fundamental sublinhar, contudo, que a maioria das jurisdições analisadas não obriga os clubes de futebol a adotar uma forma jurídica específica, uma abordagem compatível com os princípios fundamentais do Olimpismo consagrados na Carta Olímpica,[716] que reconhecem a autonomia das organizações esportivas para definir livremente sua estrutura e forma de organização.

O Brasil é um exemplo dessa sistemática, já que os clubes brasileiros mantêm autonomia para decidir sua estrutura organizacional[717], podendo permanecer constituídos como associações civis sem fins lucrativos ou optar por uma das formas de sociedade empresária previstas na legislação brasileira, incluindo a Sociedade Anônima do Futebol.

A Espanha, por sua vez, trilhou caminhos legislativos distintos ao longo do tempo. Sob a Lei 10/1990,[718] as entidades esportivas foram inicialmente obrigadas a se converter em SADs para competir profissionalmente, com exceções para entidades que atendessem a critérios de patrimônio líquido positivo num determinado período,

716 Conforme previsto no parágrafo 5 da seção "Princípios Fundamentais do Olimpismo" da Carta Olímpica.

717 Nos termos dos artigos 26 a 28 da Lei Geral do Esporte.

718 A Lei 10/1990, de 15 de outubro de 1990, que estabelecia as regras gerais do esporte na Espanha, foi revogada pela Lei Espanhola do Esporte.

condição alcançada exclusivamente por Real Madrid, Barcelona, Athletic de Bilbao e Osasuna. Reconhecendo que a imposição legal de uma forma societária específica não produziu os efeitos esperados no controle do endividamento, a nova Lei do Esporte Espanhola publicada em 2022 devolveu às entidades a flexibilidade de escolher a estrutura jurídica mais adequada à sua realidade.[719] Nesse sentido, o próprio preâmbulo da legislação em questão reconheceu expressamente que os mecanismos de controle econômico-financeiro desenvolvidos pelas entidades organizadoras das competições profissionais se revelaram mais eficazes do que a imposição legislativa de uma determinada estrutura jurídica, em razão de sua capacidade de adaptação às particularidades de cada competição.[720]

Já Portugal, de modo diverso, exige a constituição de uma Sociedade Desportiva Portuguesa para a participação dos clubes em competições profissionais.[721] Diferentemente do que ocorre no Brasil com a SAF e na Espanha com a SAD, a Sociedade Desportiva Portuguesa não constitui um tipo societário autônomo. Trata-se de uma categoria jurídica desportiva ampla que pode assumir diferentes formas societárias, incluindo sociedades anônimas e sociedades por quotas.[722] A legislação portuguesa, portanto, exige a adoção de uma estrutura desportiva especializada, mas preserva flexibilidade quanto ao tipo societário utilizado.

Alemanha e Inglaterra, em contrapartida, adotam soluções mais flexíveis. Em ambas as jurisdições, inexiste uma forma societária específica própria para clubes profissionais de futebol, que podem organizar suas atividades sob qualquer das estruturas admitidas

719 Em conformidade com o artigo 94 da Lei Espanhola do Esporte.

720 A legislação espanhola reconhece que as entidades de administração do esporte estão em melhor posição para estabelecer medidas de controle financeiro para os clubes que delas participam, já que podem elaborar medidas especificamente adaptadas às particularidades de cada competição. Exemplos notáveis incluem as Normas de Elaboração de Orçamentos da La Liga, a Seção E do Regulamento da Premier League e os Regulamentos da UEFA de Licenciamento de Clubes e Sustentabilidade Financeira.

721 Em conformidade com o artigo 2.º, nº 2, da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

722 Nos termos do artigo 2.º, nº 1, da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

pelo direito societário comum. Nesses países, como se verá adiante, os mecanismos de controle concentram-se não na imposição de determinada forma jurídica, mas em regras de governança, licenciamento e controle da propriedade dos clubes emanadas pelas entidades que regulam o esporte e as competições desportivas.

A análise dos marcos regulatórios revela uma convergência relevante entre as jurisdições examinadas. Embora adotem soluções distintas quanto à organização jurídica dos clubes profissionais, os modelos tendem a privilegiar mecanismos de governança, supervisão e controle financeiro em detrimento da imposição de formas societárias específicas. Em outras palavras, a preocupação regulatória desloca-se progressivamente da estrutura jurídica adotada pelos clubes para a disciplina de sua gestão, sustentabilidade econômica e relacionamento com seus principais stakeholders. As seções seguintes aprofundam essa comparação a partir de dimensões consideradas centrais para a estruturação e o funcionamento das entidades esportivas profissionais no futebol.

2.1. ESTRUTURA JURÍDICA E CAPITAL SOCIAL

Nos termos da legislação brasileira, a Sociedade Anônima do Futebol é uma pessoa jurídica concebida para a exploração econômica do futebol profissional, abrangendo obrigatoriamente as modalidades masculina e feminina.[723] A SAF pode ainda atuar em atividades correlatas, como a exploração de ativos de propriedade intelectual vinculados ao esporte e a gestão de imóveis associados ao futebol, como estádios e centros de treinamento.

A Sociedade Anônima Desportiva Espanhola e a Sociedade Desportiva Portuguesa apresentam escopo mais amplo do que a SAF brasileira, podendo ser constituídas para a exploração de qualquer modalidade esportiva profissional, e não apenas do futebol.[724] No caso

723 Nos termos do artigo 1º, §2º, inciso I, da Lei da SAF.

724 Em conformidade com o artigo 1º, §3º, e o artigo 2º da Lei Espanhola das SAD e do artigo 2.º da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

da Sociedade Anônima Desportiva Espanhola, contudo, uma vez eleita a modalidade, somente poderá participar de competições profissionais relacionadas a essa modalidade específica.[725] Na Inglaterra e na Alemanha, como já se viu, inexiste tipo societário específico para o futebol, podendo os clubes adotar qualquer das estruturas previstas pelo direito societário comum.[726]

No que tange ao capital social, a legislação espanhola prevê a obrigatoriedade de capital social mínimo[727] para a Sociedade Anônima Desportiva Espanhola, calculado segundo metodologia de cálculo prevista em sua regulamentação específica e totalmente integralizado em dinheiro no momento de sua fixação[728]. O modelo brasileiro, diferentemente, não estabelece capital social mínimo para as SAFs, permitindo que os acionistas fixem livremente o valor do capital social. Portugal adota posição intermediária, fixando três patamares de capital mínimo:[729] €250.000 para sociedades desportivas participantes da Primeira Liga; €50.000 para as participantes da Segunda Liga ou de outras competições profissionais; e, para as demais, o capital social mínimo aplicável ao tipo societário adotado nos termos do Código Português das Sociedades Comerciais. Em todos os cenários, ao menos metade do capital social deve ser integralizada no momento da constituição.[730]

725 Conforme previsto no artigo 1º, §3º, da Lei Espanhola das SAD.

726 Na versão 3.0 do *Guide to Football Club Structures* (publicada em 8 de outubro de 2020), elaborado pela Football Association (FA) com a colaboração do escritório de advocacia Muckle LLP, reconhece-se que, ao lado das *unincorporated associations*, as estruturas mais comuns dos clubes de futebol na Inglaterra são as *companies limited by guarantee*, as *companies limited by shares* e as *community interest companies* (CIC), bem como as *registered societies* (*co-operatives* ou *community benefit societies*).

727 Na Espanha, o artigo 70 da Lei Espanhola do Esporte e o artigo 3º da Lei das SAD Espanholas estabelecem os requisitos de capital social mínimo para as SADs, levando em conta o patrimônio líquido da entidade e as despesas médias dos participantes na competição em que a SAD pretende atuar. O mínimo não pode ser inferior a 60.000 euros, em consonância com o artigo 4º, §2º, da Lei Espanhola das Sociedades de Capital.

728 Em conformidade com o artigo 6º da Lei das SAD Espanholas.

729 Nos termos do artigo 9.º da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

730 Nos termos do artigo 10 da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

A comparação nessa dimensão evidencia uma divisão clara, havendo, de um lado, modelos que recorrem à determinação legislativa de capital social mínimo como instrumento de conformação financeira das entidades esportivas profissionais, como Espanha e Portugal; e, de outro, modelos que não estabelecem requisitos especiais de capitalização em lei, como Brasil, Inglaterra e Alemanha.

A experiência comparada demonstra que a Lei da SAF se afastou dos modelos tradicionalmente adotados por Espanha e Portugal ao não estabelecer requisitos legais específicos de capitalização para as entidades futebolísticas, aproximando-se, nesse ponto, da lógica observada na Inglaterra e na Alemanha. Trata-se de opção compatível com a tendência regulatória mais recente, que transfere progressivamente para as entidades de administração do esporte e das competições a responsabilidade pela supervisão da saúde financeira dos clubes.

No Brasil, esse espaço vem sendo ocupado pelo Sistema de Sustentabilidade Financeira (SSF), instituído pela CBF e vigente desde 1º de janeiro de 2026, que estabelece parâmetros relacionados à solvência, sustentabilidade, controle de custos e endividamento dos clubes participantes das Séries A, B e C do Campeonato Brasileiro, sob supervisão da Agência Nacional de Regulação e Sustentabilidade do Futebol (ANRESF). Trata-se de iniciativa ainda em fase inicial de implementação, cuja efetividade somente poderá ser adequadamente avaliada a partir de sua aplicação prática nos próximos anos.

2.2. PROTEÇÕES AO CLUBE ORIGINAL

Além das diretrizes estabelecidas pela Lei das S.A., aplicáveis às sociedades anônimas em geral e subsidiariamente às SAFs,[731] a Lei da SAF criou uma estrutura societária especializada, centrada na figura das ações ordinárias de classe A. Essas ações são emitidas obrigatoriamente para subscrição exclusiva pelo clube original que

731 Nos termos do artigo 1º da Lei da SAF.

deu origem à SAF e conferem a seu titular um "voto afirmativo" permanente em decisões existenciais da sociedade, que visam preservar o legado histórico da entidade esportiva, como alterações ao nome, aos símbolos, ao hino, às cores e à mudança de sede para outro município, independentemente do percentual de participação detido.[732] Essa proteção foi reforçada pela recente reforma legislativa, que vedou expressamente ao clube a alienação dessas ações ordinárias de classe A para terceiros.[733]

De forma semelhante ao modelo brasileiro, o direito português também utiliza uma categoria especial de ações como instrumento de proteção ao clube fundador.[734] Quando um clube constitui uma Sociedade Desportiva Portuguesa, para ele são emitidas ações de categoria A, de sua exclusiva titularidade, às quais a lei atribui direitos especiais. Entre esses direitos, estão o poder de veto sobre fusões, cisões, dissolução, transferência de sede e alteração de símbolos, bem como o direito de indicar ao menos um membro para os órgãos de administração e fiscalização.[735] O direito português exige ainda que o clube fundador mantenha ao menos 5% do capital da nova entidade, sob pena de sanções de natureza desportiva,[736] sendo que tal percentual mínimo obrigatório não existe na legislação brasileira.

A legislação espanhola, por sua vez, não confere direitos especiais de proteção a um clube fundador ou entidade originária

732 O direito de voto afirmativo em tais matérias é assegurado ao clube independentemente de sua participação acionária na SAF, conforme o artigo 2º, §4º, da Lei da SAF. No entanto, caso o clube detenha ao menos 10% do capital social votante ou do capital social total, passa a deter voto afirmativo em matérias adicionais, nos termos do artigo 2º, §3º, da Lei da SAF, que incluem alienação, oneração ou disposição de imóvel ou direito de propriedade intelectual conferido pelo clube ao capital social da SAF, atos de reorganização societária e dissolução, liquidação e extinção.

733 Nos termos do artigo 2º, §3º-A, da Lei da SAF, conforme inserido pela Lei 15.427/2026.

734 Cabe frisar que uma Sociedade Desportiva Portuguesa pode ser constituída independentemente de clube preexistente, hipótese em que os direitos associados ao clube fundador não se aplicam.

735 Em conformidade com o artigo 11, nº 2, da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

736 Nos termos do artigo 11 da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

equivalentes aos observados nos modelos brasileiro e português. As decisões fundamentais da SAD são tomadas de acordo com as regras gerais do direito societário espanhol, cabendo aos acionistas deliberar sobre alterações estatutárias e demais matérias relevantes.[737] Eventuais mecanismos de preservação da identidade histórica do clube dependem, portanto, de acordos privados celebrados entre os acionistas ou de disposições estatutárias específicas, solução igualmente admitida no Brasil e em Portugal.[738]

A Alemanha oferece a mais emblemática das proteções por meio da "regra dos 50 + 1" dos Estatutos da DFL e.V. Trata-se, precisamente, de uma condição de licenciamento, já que a DFL e.V. somente concede licença para competir na Bundesliga ou Bundesliga 2 a uma sociedade cujo clube-mãe (*Mutterverein*) detenha mais de 50% dos votos em sua assembleia de acionistas.[739] A regra admite dispensa nos casos em que outra pessoa jurídica haja prestado suporte ininterrupto e substancial ao departamento de futebol do clube por mais de vinte anos.[740] Ao contrário do que ocorre no Brasil e em Portugal, onde o clube detém prerrogativas juridicamente oponíveis à própria sociedade, no modelo alemão a proteção ao clube original decorre de uma exigência externa imposta pela própria entidade organizadora da competição.[741]

Nessa dimensão, os modelos analisados podem ser agrupados em três categorias distintas. A Espanha representa a solução societária clássica, na qual a proteção da identidade histórica do clube depende

737 Em conformidade com os artigos 285 e seguintes da Lei Espanhola das Sociedades de Capital.

738 Conforme previsto nos artigos 118 e seguintes da Lei das S.A., artigos 530 e seguintes da Lei Espanhola das Sociedades de Capital, artigo 5.º da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas; e artigo 17.º do Código Português das Sociedades Comerciais.

739 Conforme previsto na Seção 8, §3º.

740 A dispensa pode ser concedida pelo Comitê Executivo da DFL e.V. quando outra pessoa jurídica houver prestado suporte ininterrupto e substancial ao departamento de futebol do clube por mais de 20 anos, nos termos da Seção 8, §3º, dos Estatutos da DFL e.V. Os casos mais conhecidos de dispensa são Bayer Leverkusen (controlado pela Bayer AG) e VfL Wolfsburg (controlado pela Volkswagen AG).

741 Sobre a lógica e o funcionamento do sistema alemão "50 + 1", ver Keidel, C., & Engelhard, A. *Football club ownership in Germany – less romantic than you might think*. LawInSport, 28 jul. 2015.

essencialmente da vontade dos acionistas e das regras gerais do direito societário. Brasil e Portugal adotam mecanismos de proteção incorporados à própria estrutura societária da entidade desportiva, mediante categorias especiais de ações atribuídas exclusivamente ao clube fundador. A Alemanha, por sua vez, transfere essa proteção para o plano regulatório, condicionando a própria participação nas competições profissionais à manutenção do controle pelo clube original.

O modelo brasileiro aproxima-se particularmente da experiência portuguesa ao incorporar a proteção do clube fundador diretamente à estrutura acionária da entidade desportiva, por meio de uma categoria especial de ações reservada ao clube. Os dois sistemas divergem, contudo, quanto à perenidade dessa proteção. Em Portugal, as prerrogativas atribuídas às ações de categoria A convivem com a exigência legal de que o clube fundador mantenha participação não inferior a 5% do capital social, cuja inobservância constitui infração grave. No Brasil, ao menos quanto às matérias identitárias, como nome, símbolos, hino, cores e sede, o voto afirmativo do titular das ações ordinárias de classe A subsiste independentemente do percentual de participação detido, proteção reforçada pela vedação legal à alienação dessas ações a terceiros. A solução brasileira distingue-se, assim, pela perenidade; enquanto a proteção portuguesa se condiciona à manutenção de uma participação mínima, a brasileira persiste ainda que diluída a participação do clube, o que confere às ações de classe A uma função identitária especialmente resistente à diluição e à perda de controle acionário.

2.3. PROTEÇÕES CONTRA A MULTIPROPRIEDADE DE CLUBES

Em uma era marcada pela expansão dos grupos multiclubes e pela crescente internacionalização dos investimentos no futebol, a prevenção de conflitos de interesse decorrentes da multipropriedade tornou-se uma preocupação central dos reguladores esportivos. A

Lei da SAF incorporou essa preocupação ao vedar que o acionista controlador de uma SAF detenha, direta ou indiretamente, participação em outra Sociedade Anônima do Futebol. Além disso, caso um acionista não controlador detenha ao menos 10% de uma SAF e também participação em outra, fica impedido de participar das assembleias gerais ou da administração de ambas.[742] A essa disciplina soma-se a Lei Geral do Esporte, que veda, de forma mais ampla, que uma mesma pessoa, natural ou jurídica, detentora de participação com direito a voto ou que participe da administração de uma organização esportiva profissional, tenha participação simultânea no capital ou na gestão de outra organização congênere que dispute a mesma competição, regra que transcende o universo das SAFs e alcança as entidades esportivas em geral.[743]

A regulação espanhola é mais abrangente e opera em dois níveis. No plano da legislação geral, a Lei do Esporte Espanhola veda que uma entidade que dispute competições profissionais participe do capital de outra entidade da mesma competição ou modalidade, e proíbe que quem detenha 5% ou mais dos direitos de voto em uma entidade esportiva detenha participação igual ou superior em outra concorrente, o que abrange as sociedades mercantis e as entidades não mercantis.[744] A lei contém ainda cláusula geral que veda qualquer participação capaz de alterar o normal desenvolvimento da competição e confere ao *Consejo Superior de Deportes* (CSD), órgão estatal responsável pela supervisão do esporte na Espanha, poderes para, motivadamente, suspender administradores e direitos de voto em casos de risco de adulteração da competição. No plano específico das SADs, soma-se a essa disciplina a exigência de aprovação prévia do CSD[745] para qualquer aquisição que supere 25% dos direitos de voto,[746] bem como a vedação a que

742 Nos termos do artigo 4º, parágrafo único da Lei da SAF.

743 Nos termos do artigo 62 da Lei Geral do Esporte.

744 Conforme artigo 68 da Lei do Esporte Espanhola.

745 O SSF introduziu mecanismo análogo no direito brasileiro, ao exigir comunicação prévia à ANRESF em casos de mudança de controle, embora sem o caráter autorizativo da aprovação prévia exigida pelo direito espanhol.

746 Conforme previsto no artigo 16 da Lei Espanhola das SAD.

membros do conselho de administração ou diretores da SAD exerçam cargo ou detenham participação significativa em outra entidade que dispute a mesma competição ou modalidade.[747]

Portugal segue uma lógica semelhante. O titular de "participação qualificada"[748] em uma Sociedade Desportiva Portuguesa não pode deter participação equivalente em outra entidade que dispute a mesma modalidade.[749] A própria Sociedade Desportiva Portuguesa é proibida de participar de outra entidade congênere[750], ressalvadas as exceções previstas em lei.[751] Além disso, o investidor que detenha participações em múltiplas entidades só pode exercer seus direitos de acionista em uma delas.[752]

No contexto inglês, as restrições à multipropriedade de clubes têm origem nas regras da Premier League e da English Football League, nas quais os clubes são proibidos de deter participações em outro clube da mesma competição,[753] nenhum indivíduo pode estar envolvido na gestão ou administração de mais de um clube,[754] e nenhuma pessoa pode adquirir "participação significativa"[755] em um

747 Nos termos do artigo 17 da Lei Espanhola das SAD e do artigo 68 da Lei Espanhola do Esporte.

748 O conceito de "participação qualificada" está estabelecido no artigo 16 do Código dos Valores Mobiliários Português. Em linhas gerais, a titularidade de pelo menos 5% do capital já pode ser considerada participação qualificada para fins da legislação portuguesa.

749 Nos termos do artigo 16.º, nº 1, da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

750 Conforme previsto no artigo 16.º, nº 3, da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

751 Tais exceções estão previstas no artigo 2.º, nº 4 e 5, da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

752 Em conformidade com o artigo 25 da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

753 No contexto inglês, as restrições à multipropriedade decorrem das regras da Premier League e da English Football League, que vedam que uma mesma pessoa controle ou influencie a gestão de mais de um clube (vide regras I.1.1 e I.1.2 do Regulamento da Premier League). No âmbito europeu, o artigo 5 do Regulamento da UEFA Champions League, e disposições equivalentes nos regulamentos da Europa League e da Conference League, veda, numa mesma competição, a participação de clubes sujeitos ao controle ou à influência de um mesmo titular.

754 Em conformidade com a Regra I.4 do Regulamento da Premier League.

755 Nos termos da Regra A.1.242 do Regulamento da Premier League, "participação significativa" significa a titularidade de ações, ou a possibilidade de exercer os

clube caso já detenha qualquer participação em outro.[756] Qualquer transferência de controle[757] exige avaliação prévia pelo conselho da liga[758] e só é reconhecida após confirmação de conformidade com os seus regulamentos.[759] Como se verá adiante, o *Football Governance Act* 2025 reforçou indiretamente esse controle ao instituir, no plano legal, um regime de licenciamento e de avaliação de idoneidade de proprietários operado pelo *Independent Football Regulator*.

O modelo alemão, por sua vez, adota abordagem particularmente restritiva, pois os clubes licenciados são estritamente vedados de deter participação em outras sociedades que disputem as ligas, nenhum indivíduo pode deter 10% ou mais dos direitos de voto em mais de uma sociedade, e nenhuma pessoa pode ser titular de capital ou direitos de voto em mais de três sociedades participantes.[760]

A comparação nessa dimensão revela que as jurisdições analisadas adotam técnicas regulatórias distintas para enfrentar os riscos decorrentes da multipropriedade de clubes. Enquanto Espanha e Portugal combinam critérios objetivos baseados em percentuais de participação societária com cláusulas destinadas a preservar a integridade da competição, a Lei da SAF ancorou sua vedação principal no conceito de controle societário, complementado por um limiar percentual mais elevado para acionistas não controladores, sem, contudo, adotar os limiares mais baixos observados na experiência europeia. Trata-se de abordagem conceitualmente distinta, voltada a capturar situações de efetivo poder de controle sobre a entidade

direitos de voto a ela inerentes, que confira ao seu titular 10% ou mais do total dos direitos de voto exercíveis em relação a qualquer classe de ações do clube, podendo tal participação ser detida direta ou indiretamente, inclusive por meio de um *Concert Party*.

756 Nos termos das Regras I.5 e I.6 do Regulamento da Premier League.

757 O conceito de "controle" para fins da Premier League está definido na Regra A.1.73 do Regulamento da Premier League como o poder de uma pessoa de exercer ou adquirir, direta ou indiretamente, controle sobre as políticas, assuntos e/ou gestão de um clube.

758 Nos termos das Regras F.28 a F.33 do Regulamento da Premier League.

759 Em conformidade com a Regra F.30 do Regulamento da Premier League.

760 Conforme previsto na Seção 8, §6.º, dos Estatutos da DFL e.V.

esportiva, mas que, ao não fixar parâmetros quantitativos mais granulares, gerou espaço de ambiguidade que a prática do mercado começava a explorar.

A evolução normativa brasileira demonstra, contudo, uma ampliação progressiva dessa preocupação regulatória. À disciplina originalmente estabelecida pela Lei da SAF somaram-se as disposições da Lei Geral do Esporte e, mais recentemente, os mecanismos introduzidos pelo SSF e pelo Manual de Competições da CBF de 2026. Esses instrumentos passaram a incorporar expressamente o conceito de "influência significativa", definida como a capacidade de dirigir políticas financeiras ou operacionais, exercer veto relevante, indicar administradores-chave ou estruturar acordos capazes de influenciar decisões estratégicas, para acionar as vedações de multipropriedade: quem detiver controle ou influência significativa sobre um clube fica impedido de deter controle ou influência significativa sobre outro clube que dispute a mesma competição ou divisão com relação direta de acesso e rebaixamento.

A incorporação desse conceito representa um deslocamento gradual do foco regulatório da mera titularidade formal de participações societárias para a identificação de situações concretas de influência sobre a gestão e a tomada de decisões dos clubes. Embora ainda recente, essa evolução aproxima o modelo brasileiro das tendências observadas internacionalmente, nas quais a preocupação central deixa de ser apenas quem controla formalmente uma entidade esportiva e passa a ser quem efetivamente exerce influência sobre ela.

2.4. ASPECTOS DE GESTÃO E FISCALIZAÇÃO

A Lei da SAF exige a existência de conselho de administração[761] e o funcionamento permanente[762] de conselho fiscal,[763] que compõem a estrutura formal de administração e fiscalização da SAF em conjunto com a diretoria. Esses órgãos seguem as disposições gerais da Lei das S.A. quanto à composição mínima, com uma exigência adicional relevante trazida pela reforma legislativa mais recente, que determinou que ao menos um membro do conselho de administração da SAF e um membro do conselho fiscal devem ser independentes, conforme critérios a serem estabelecidos pela CVM. Essa exigência aproxima as SAFs dos padrões de governança das companhias abertas brasileiras e representa um avanço significativo em relação ao regime geral da Lei das S.A., que não impõe obrigatoriedade de conselheiro independente às companhias fechadas que tenham conselho de administração.

A regulação espanhola estabelece salvaguardas distintas. As SADs são obrigadas a manter conselho de administração com mínimo de três membros,[764] sendo ao menos um deles conselheiro independente, mas com a particularidade de este membro ser especificamente responsável por resguardar os interesses dos torcedores da entidade.[765]

761 Nos termos da legislação brasileira, apenas determinados tipos de sociedades são obrigados a ter conselho de administração, como é o caso das companhias abertas e das companhias de capital autorizado, nos termos do artigo 138, §2º, da Lei das S.A. A Lei da SAF torna a existência do conselho de administração obrigatória e permanente para todas as sociedades anônimas do futebol, independentemente de seu porte ou da abertura de capital, o que representa exigência de governança mais rigorosa do que a aplicável às sociedades anônimas em geral.

762 Em conformidade com o artigo 5º da Lei da SAF.

763 Nos termos da Lei das S.A., o conselho fiscal da sociedade anônima pode ter funcionamento permanente ou não permanente, conforme dispuser o estatuto, podendo, no segundo caso, ser instalado a pedido de acionistas, conforme dispõe o artigo 161. Apenas determinadas sociedades sujeitam-se ao conselho fiscal de funcionamento permanente, como as sociedades de economia mista, nos termos do artigo 240 da Lei das S.A. A Lei da SAF, por seu artigo 5º, estendeu o caráter de funcionamento permanente do conselho fiscal a todas as sociedades anônimas do futebol, independentemente de seu porte.

764 Nos termos do artigo 242 da Lei Espanhola das Sociedades de Capital.

765 Em conformidade com o artigo 71, §1.º, da Lei Espanhola do Esporte.

A exigência espanhola vai além da independência técnica típica do direito societário, já que, ao atribuir ao conselheiro independente o mandato explícito de representar os torcedores, o legislador espanhol incorpora ao órgão de administração uma voz que não serve aos acionistas controladores, mas ao clube como entidade esportiva e comunitária. Cabe notar, contudo, que a efetividade prática dessa exigência é de difícil aferição, pois a lei não especifica mecanismo de consulta ou de prestação de contas desse conselheiro perante a torcida, o que pode tornar o cargo uma obrigação formal sem impacto substancial na tomada de decisões.

Portugal, por sua vez, confere às Sociedades Desportivas Portuguesas considerável autonomia na escolha de suas estruturas de gestão, conforme a forma jurídica adotada.[766] Independentemente do modelo escolhido, contudo, o legislador português impõe a obrigação de diversidade de gênero na governança ao exigir que ao menos 33,3% dos membros dos órgãos de administração e fiscalização sejam de gênero distinto.[767]

No modelo inglês, a questão da governança dos clubes é respondida por um mecanismo de natureza diversa dos demais. Em vez de impor requisitos de composição interna aos órgãos sociais, o *Football Governance Act 2025* criou o *Independent Football Regulator (IFR)*, que opera externamente às companhias e avalia a idoneidade e a solidez financeira de proprietários, diretores e altos executivos antes de autorizá-los a assumir suas funções, e pode destituir ou inabilitar quem não atenda aos critérios estabelecidos.[768] O modelo inglês desloca, assim, o controle da governança do interior da companhia para o plano da autorregulação por uma entidade profissional

766 Nos termos do artigo 19 da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

767 Em conformidade com o artigo 20 da Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.

768 O *Football Governance Act 2025* foi aprovado em julho de 2025, quando foi instituído o *Independent Football Regulator*. A lei aplica-se aos clubes das cinco primeiras divisões do futebol masculino inglês e estabelece um regime de licenciamento obrigatório cujas condições abrangem recursos financeiros, planejamento, governança corporativa e consulta a torcedores.

autônoma, uma escolha de arquitetura institucional estruturalmente distinta das demais jurisdições analisadas.[769]

A comparação revela que os modelos contemporâneos de governança esportiva vêm incorporando, ao lado dos interesses dos acionistas e administradores, a proteção de interesses que transcendem a relação societária estrita, como os torcedores, a diversidade nos órgãos de gestão e a sustentabilidade do futebol como atividade de interesse público. Na Espanha, essa preocupação manifesta-se pela representação institucional dos torcedores; em Portugal, pela promoção da diversidade nos órgãos sociais; na Inglaterra, pela atuação de um regulador externo voltado à proteção do futebol como atividade de interesse público.

A reforma da Lei da SAF aproxima o modelo brasileiro dessa tendência ao introduzir a exigência de conselheiros independentes nos órgãos de administração e fiscalização. Ainda assim, diferentemente do que ocorre nas jurisdições europeias analisadas, a legislação brasileira permanece predominantemente centrada na relação entre acionistas, administradores e companhia, sem contemplar mecanismos formais de representação de torcedores ou de outros interesses coletivos ligados ao clube. A ausência desses mecanismos constitui uma das diferenças mais marcantes entre o modelo brasileiro e as experiências europeias analisadas.

769 O caráter externo e regulatório do controle sobre proprietários e dirigentes não é inédito no futebol inglês: a Premier League já o exerce por meio do *Owners' and Directors' Test*, previsto no Regulamento da Premier League, que veda o acesso de pessoas sujeitas a condições desqualificantes de natureza criminal, financeira ou de insolvência. O Football Governance Act 2025 não cria esse controle, mas o aprofunda, transferindo-o da autorregulação das ligas para um regulador estatutário independente, no âmbito de regime de licenciamento obrigatório, com o qual o teste das ligas passa a conviver.

2.5. MODELOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS

A Lei da SAF inovou ao criar um instrumento financeiro específico para o futebol profissional brasileiro, a debênture-fut.[770] O instrumento é dotado de características próprias, como remuneração mínima equivalente ao rendimento da poupança, prazo mínimo de vencimento de dois anos, distribuições periódicas de rendimentos e destinação obrigatória dos recursos captados às operações essenciais da SAF. A concepção original do instrumento estava intimamente associada à concessão de incentivos fiscais destinados a torná-lo competitivo em relação às debêntures tradicionais e outros instrumentos de dívida.[771] Os vetos presidenciais ao regime tributário originalmente previsto, contudo, reduziram significativamente essa atratividade econômica, limitando o potencial transformador da iniciativa.

Na Espanha, Portugal, Inglaterra e Alemanha, não há instrumentos financeiros concebidos exclusivamente para utilização por clubes de futebol. As SADs espanholas, as Sociedades Desportivas Portuguesas e os clubes ingleses e alemães acessam o mercado nas mesmas condições de qualquer outra entidade empresarial, emitindo instrumentos de dívida e valores mobiliários nos termos da legislação geral aplicável.[772] Essa uniformidade de acesso ao mercado, sem

770 Nos termos do artigo 26 da Lei da SAF. O §2º do artigo 26, que previa tratamento tributário diferenciado para as debêntures-fut, foi vetado na ocasião da sanção da Lei da SAF. A supressão do benefício fiscal reduziu sensivelmente a competitividade do instrumento frente às debêntures comuns e aos demais instrumentos de dívida da Lei das S.A., pois a debênture-fut conservou as restrições próprias de seu regime sem a contrapartida tributária que a tornaria atrativa.

771 Diversos clubes brasileiros já acessaram o mercado de capitais por instrumentos previstos na legislação brasileira, como fundos de investimento em direitos creditórios, fundos de investimento imobiliários e certificados de recebíveis. O Parecer de Orientação CVM nº 41/2023 estabeleceu orientações relevantes sobre o acesso das sociedades anônimas do futebol ao mercado de valores mobiliários, sinalizando o interesse da autarquia em viabilizar essa via de capitalização.

772 Um ponto de destaque é que, em todas as jurisdições analisadas, inclusive no Brasil, os clubes podem, desde que adotem formas societárias aptas à emissão de valores mobiliários, acessar o mercado de capitais por meio da abertura de capital e da captação de recursos junto ao público investidor. Essa alternativa oferece vantagens relevantes, como a obtenção de recursos, maior visibilidade e a possibilidade de

privilégios nem restrições específicas, é coerente com a natureza das entidades desportivas como participantes comuns dos mercados de capitais.

A debênture-fut representa a única tentativa, entre as jurisdições analisadas, de criar um instrumento financeiro especificamente concebido para o financiamento do futebol profissional. A experiência comparada demonstra que Espanha, Portugal, Inglaterra e Alemanha optaram por submeter os clubes aos mecanismos gerais de captação de recursos disponíveis às demais sociedades empresárias, sem instituir instrumentos setoriais próprios. O modelo brasileiro seguiu caminho distinto ao buscar estimular o financiamento das SAFs por meio de um valor mobiliário especialmente desenhado para o setor. A efetividade dessa escolha, contudo, permanece incerta. Os vetos presidenciais ao regime tributário originalmente concebido para acompanhar a debênture-fut reduziram significativamente sua atratividade econômica, de modo que sua relevância prática dependerá da capacidade do instrumento de competir, na sua configuração atual, com as alternativas já disponíveis no mercado de capitais.

2.6. SUCESSÃO DESPORTIVA E ALOCAÇÃO DE PASSIVOS

A Lei da SAF estabeleceu um regime de sucessão deliberadamente bifurcado: a SAF sucede o clube original para fins desportivos e operacionais, assumindo os vínculos com as entidades de administração, os contratos com atletas profissionais e em formação e o direito de participação nas competições,[773] mas não

liquidez para investidores originais, mas também impõe desafios significativos, como a exposição às oscilações do mercado, a pressão por resultados financeiros de curto prazo e elevados padrões de governança e transparência. Embora o Brasil ainda não tenha registrado um IPO envolvendo uma Sociedade Anônima do Futebol, há exemplos, nas demais jurisdições analisadas, de entidades desportivas cujas ações são negociadas em bolsa de valores, como a Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, na Bolsa de Frankfurt, e as sociedades desportivas FC Porto SAD, Benfica SAD e Sporting SAD, na Euronext Lisbon. Também merece destaque o caso do Manchester United plc, cujas ações são negociadas na Bolsa de Nova York.

773 Nos termos do artigo 2º, §1º, da Lei da SAF.

sucede automaticamente o passivo histórico acumulado, ficando isenta das dívidas e obrigações do clube original, salvo as que lhe sejam expressamente transferidas.[774]

Essa bifurcação é o traço mais original e mais controvertido do modelo brasileiro. Ao proteger a SAF das dívidas históricas dos clubes,[775] a legislação oferece um mecanismo de atração de investimento sem paralelo nos demais modelos analisados. O preço dessa escolha, contudo, é o risco de demora ou frustração no pagamento dos credores do clube original,[776] já que, após a constituição da SAF, esses credores retêm suas dívidas, mas perdem para a nova sociedade as principais fontes de receita que as garantiam.

Há, contudo, uma ironia estrutural no modelo, já que a SAF não herda as dívidas do clube original, mas pode herdar os efeitos desportivos dessas dívidas. Sanções disciplinares impostas por organismos como FIFA e CBF em razão de inadimplências anteriores do clube original podem ainda afetar a nova sociedade,[777] revelando

774 Nos termos do artigo 9º da Lei da SAF.

775 Excetuam-se do regime de não sucessão de dívidas as dívidas vinculadas diretamente ao objeto social da SAF e as que forem expressamente transferidas à SAF, conforme o artigo 9º da Lei da SAF.

776 Nesse sentido, um dos primeiros e mais relevantes precedentes sobre a matéria foi proferido pela 5ª Turma do Tribunal Regional do Trabalho da 3ª Região, nos autos do processo nº 0010376-66.2020.5.03.0024, em que se concluiu que a Sociedade Anônima do Futebol constituída pelo Cruzeiro Esporte Clube não poderia ser responsabilizada por crédito trabalhista decorrente de contrato extinto antes de sua constituição, reconhecendo-se a aplicação do regime especial previsto nos artigos 9º e 10 da Lei da SAF. Posteriormente, a 1.ª Turma do Tribunal Superior do Trabalho, ao julgar os Recursos de Revista nº 0010281-16.2022.5.03.0105 e nº 0010732-59.2022.5.03.0002, manifestou entendimento no sentido de que as regras gerais de sucessão trabalhista devem ser interpretadas em conformidade com o regime especial instituído pela Lei da SAF, de modo que as obrigações decorrentes de contratos já extintos antes da constituição da sociedade permanecem sujeitas ao tratamento específico previsto na legislação especial.

777 Em razão da novidade da Lei da SAF e de seus potenciais pontos de tensão com o conceito de *sporting successor* desenvolvido pela jurisprudência arbitral do Tribunal Arbitral do Esporte (TAS), especialmente nos precedentes CAS 2011/A/2646 (*Club Rangers de Talca v. FIFA*) e CAS 2020/A/7290 (*Aris FC v. Oriol Lozano Farrán & FIFA*), bem como com as regras previstas no Código Disciplinar da FIFA e no Regulamento sobre o Estatuto e a Transferência de Jogadores da FIFA (*FIFA Regulations on the Status and Transfer of Players – RSTP*), permanece em aberto a forma como a FIFA e o TAS interpretarão o modelo brasileiro de segregação patrimonial entre clube e SAF.

que a separação patrimonial não opera no mesmo plano que a continuidade desportiva. Essa tensão é particularmente relevante no plano internacional, onde o conceito de "*sporting successor*" consolidado na jurisprudência arbitral do TAS opera com lógica própria, que pode não coincidir com a separação de passivos estabelecida pelo direito brasileiro, ponto que ainda carece de pacificação jurisprudencial.

Diferentemente do modelo brasileiro, Espanha e Portugal não possuem arcabouço jurídico que isente a entidade sucessora de herdar as dívidas de sua predecessora. Em Portugal, a entidade sucessora assume os vínculos da original com os organismos e as competições esportivas e, nos casos de cisão ou transformação, herda integralmente suas dívidas. Na Espanha, o regime geral de modificações estruturais societárias igualmente impõe que a sociedade resultante da operação assuma o patrimônio ativo e passivo da predecessora. Alemanha e Inglaterra, cujos clubes podem ser organizados sob formas societárias de direito comum, seguem a mesma lógica geral de a transferência da atividade econômica arrastar consigo os passivos a ela associados.

A comparação evidencia que a Lei da SAF rompeu com uma das premissas mais tradicionais da sucessão empresarial aplicada ao esporte profissional. Essa ruptura torna-se ainda mais evidente quando comparada à lógica tradicional da própria Lei das S.A. O artigo 233 da Lei das S.A., por exemplo, disciplina as operações de cisão sob a premissa de proteção dos credores, estabelecendo mecanismos de responsabilidade solidária entre as sociedades envolvidas ou, ao menos, assegurando aos credores direito de oposição à transferência seletiva de passivos. A Lei da SAF seguiu caminho diverso. Enquanto os modelos europeus analisados e a própria Lei das S.A. preservam, em maior ou menor medida, a continuidade entre a entidade originária e a entidade sucessora inclusive quanto à alocação das obrigações e passivos, o legislador brasileiro optou, no contexto das SAFs, por dissociar a exploração da atividade futebolística do passivo histórico acumulado pelos clubes. Trata-se de escolha legislativa singular, concebida para enfrentar o endividamento estrutural do futebol brasileiro e criar ambiente mais atrativo para novos investimentos.

A isenção de dívidas não é derivativa de nenhum modelo europeu; é uma resposta específica a um problema específico e estrutural de endividamento crônico do futebol brasileiro. A efetividade desse modelo dependerá, contudo, da capacidade dos mecanismos previstos na própria lei de assegurar tratamento adequado aos credores do clube original, sem comprometer a segurança jurídica da nova entidade.

2.7. INSOLVÊNCIA E REGIMES ESPECIAIS DE PAGAMENTO DE DÍVIDAS

A separação entre a atividade futebolística e o passivo histórico do clube tem um preço. Se a SAF não sucede automaticamente as dívidas do clube original, o ordenamento precisa oferecer mecanismos que assegurem que esses credores serão pagos. Nesse contexto, a legislação brasileira oferece ao clube original dois caminhos distintos para administrar suas dívidas, a recuperação judicial, nos termos da Lei de Recuperação Judicial e Falências,[778] e o Regime Centralizado de Execuções (RCE).[779] Enquanto a recuperação judicial se insere no regime geral de insolvência empresarial, o RCE constitui mecanismo especialmente concebido para a realidade do futebol brasileiro.

O RCE consiste na concentração, perante um único juízo centralizador, das execuções movidas contra o clube original e das receitas vinculadas ao plano de pagamento dos credores.

778 A Lei da SAF, ao reconhecer que o clube organizado como associação civil exerce atividade econômica (artigo 25), permitiu que tais entidades tivessem acesso aos mecanismos de insolvência previstos na Lei de Recuperação Judicial e Falências, regime anteriormente restrito a entidades empresariais. Essa mudança representou uma importante abertura do ordenamento jurídico brasileiro, que historicamente restringia o acesso das associações civis sem fins lucrativos aos procedimentos concursais de credores.

779 O Regime Centralizado de Execuções (RCE), estabelecido pelo artigo 14 e seguintes da Lei da SAF, consiste em concentrar em um único juízo centralizador todas as execuções contra o clube e suas receitas, viabilizando a distribuição ordenada dos valores arrecadados aos credores em concurso. Não se trata de assembleia deliberativa de credores, como ocorre na recuperação judicial, mas de um regime de administração judicial de execuções centralizado, cujo funcionamento é disciplinado pelos próprios tribunais, nos termos do artigo 15 da Lei da SAF.

Diferentemente da recuperação judicial, não se trata de procedimento baseado em deliberação coletiva dos credores, mas de regime de administração judicial das execuções, disciplinado pelos próprios tribunais competentes. A legislação estabelece ainda regras de preferência[780] e critérios de distribuição dos recursos arrecadados, buscando conferir tratamento ordenado ao passivo acumulado pelos clubes.

A utilização do RCE é restrita aos clubes que transferirem suas operações de futebol para uma SAF mediante cisão ou subscrição do capital social da nova sociedade pelo clube original.[781] A adesão ao regime exige a divulgação de informações financeiras relevantes[782] e a apresentação de plano de pagamento dos credores a ser cumprido em seis anos,[783] prazo que pode ser prorrogado por mais quatro anos caso ao menos 60% do passivo tenha sido liquidado ao final do período inicial.[784]

Para assegurar que o clube original permaneça comprometido com a satisfação de seus credores, a Lei da SAF estabelece mecanismos obrigatórios de fluxo financeiro entre a SAF e o clube. A reforma legislativa mais recente ampliou significativamente essa disciplina ao prever que, além dos 50% dos dividendos e demais remunerações recebidas pelo clube na condição de acionista,[785] passaram a integrar

780 Conforme previsto no artigo 17 da Lei da SAF, consideram-se como credores preferenciais para ordenação dos pagamentos sujeitos ao RCE: (i) idosos; (ii) pessoas com doenças graves; (iii) titulares de créditos de natureza salarial inferiores a 60 salários-mínimos; (iv) gestantes; (v) vítimas de acidente de trabalho oriundo da relação com o clube; e (vi) credores que acordem redução de ao menos 30% da dívida original.

781 Nos termos do artigo 14, §3º, da Lei da SAF, conforme redação inserida pela Lei nº 15.427/2026.

782 Nos termos do parágrafo único do artigo 16 da Lei da SAF.

783 Nos termos do artigo 15 da Lei da SAF.

784 Em conformidade com o artigo 15, §2º, da Lei da SAF. Superado o prazo sem quitação integral, a SAF passará a responder subsidiariamente pelas execuções anteriores à sua constituição que não tiverem sido satisfeitas no âmbito do Regime Centralizado de Execuções, nos limites estabelecidos no artigo 10, conforme a redação conferida pela Lei nº 15.427/2026 ao artigo 24 da Lei da SAF.

785 Nos termos do artigo 10, inciso II, da Lei da SAF, com a redação inserida pela Lei nº 15.427/2026, que ampliou a base de incidência dos 50% para incluir não apenas dividendos e juros sobre capital próprio, mas também "qualquer outra remuneração

a base de cálculo dos repasses obrigatórios todas as contrapartidas recebidas pelo clube da SAF na qualidade de vendedor, locador ou cedente de direitos. A própria SAF permanece obrigada a repassar percentual mínimo de suas receitas mensais[786] ao clube original e a distribuir dividendo obrigatório enquanto este mantiver passivos sujeitos ao RCE.

Outro aspecto de particular interesse para o direito societário é a possibilidade de conversão de créditos em participação acionária na SAF, a critério do credor.[787] A recente reforma legislativa condicionou essa operação à aprovação da assembleia geral de acionistas da companhia, substituindo a solução originalmente prevista, baseada apenas em autorização estatutária. A alteração conferiu maior transparência ao procedimento, mas não eliminou a assimetria estrutural em favor dos acionistas controladores, que continuam exercendo influência decisiva sobre a eventual diluição de sua participação. Ao contrário do que frequentemente ocorre em planos de recuperação judicial, nos quais a conversão de crédito em participação societária costuma resultar de negociação coletiva submetida à aprovação da assembleia de credores, a Lei da SAF preservou o papel decisivo dos acionistas da própria companhia na aprovação da operação.

As jurisdições europeias analisadas não possuem mecanismos equivalentes ao RCE, e a razão para isso é estrutural. Espanha, Portugal, Alemanha e Inglaterra submetem os clubes profissionais aos regimes gerais de insolvência[788] e reorganização empresarial

ou contrapartida recebida pelo clube da SAF, na condição de acionista, de vendedor, locador, arrendador ou cedente de qualquer direito ou de prestador de serviços para a SAF".

786 Conforme previsto no artigo 10, inciso I, da Lei da SAF. A Lei nº 15.427/2026 alterou a base de cálculo para "20% dos valores mensais de qualquer natureza, exceto de natureza financeira, auferidos pela SAF", conceito mais amplo do que a redação original, que se referia apenas a "receitas correntes mensais".

787 Nos termos do artigo 20 da Lei da SAF, com a redação da Lei nº 15.427/2026.

788 Em Portugal, a insolvência é regida principalmente pelo Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (Decreto-Lei nº 53/2004). Na Inglaterra, o principal diploma é o Insolvency Act 1986. Na Espanha, tais matérias são atualmente disciplinadas pelo Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de maio, que aprovou o texto refundido da Ley Concursal, sucessor normativo da Ley 22/2003. Nenhum desses países prevê

porque, conforme já explorado, nesses sistemas a entidade sucessora da atividade futebolística carrega consigo os passivos da predecessora, tornando desnecessária a criação de um regime paralelo de execuções. A inexistência de instrumentos especiais não é uma lacuna, mas consequência coerente da ausência de um regime legal de segregação dos passivos históricos.

A comparação evidencia que a originalidade da Lei da SAF não reside apenas na proteção conferida à nova sociedade contra a sucessão automática das dívidas do clube original. A singularidade do modelo brasileiro está na construção de um sistema integrado: a mesma legislação que afasta a sucessão automática dos passivos históricos impõe mecanismos específicos destinados à sua liquidação. O RCE é, nesse contexto, o preço institucional da proteção patrimonial da SAF.

3. CONCLUSÃO

O estudo comparado desenvolvido neste artigo permite responder à pergunta que o orientou: a Lei da SAF não é uma mera replicação dos modelos europeus de organização do futebol profissional, mas sim um modelo concebido para a realidade do futebol brasileiro. A legislação dialoga com tendências observadas em outras jurisdições, como a profissionalização da gestão, a separação entre o clube original e a entidade exploradora da atividade esportiva, a crescente sofisticação dos mecanismos de controle financeiro, mas suas escolhas mais autênticas não foram copiadas de nenhum dos quatro sistemas analisados.

A principal dessas escolhas foi a dissociação entre a exploração da atividade futebolística e o passivo histórico acumulado pelos clubes. Nos modelos europeus examinados, a entidade sucessora da atividade esportiva carrega consigo os passivos da predecessora e é

mecanismo análogo ao Regime Centralizado de Execuções brasileiro, que constitui um regime de administração judicial centralizado de execuções especificamente concebido para a reestruturação de dívidas de entidades desportivas.

essa continuidade patrimonial que dispensa, naquelas jurisdições, a criação de regimes especiais de pagamento de dívidas. O legislador brasileiro fez a escolha oposta; aceitou fragmentar essa continuidade para viabilizar a entrada de capital privado, e precisou, como contrapeso, criar mecanismos específicos destinados ao tratamento do passivo histórico dos clubes, entre eles o Regime Centralizado de Execuções e a ampliação do acesso aos regimes gerais de insolvência por clubes de futebol. Não se trata de institutos independentes; trata-se de uma arquitetura normativa coerente, na qual cada escolha determina a seguinte.

É precisamente nessa coerência interna que reside a principal contribuição brasileira ao direito comparado. Mais do que criar institutos originais isoladamente, a Lei da SAF construiu um sistema integrado de resposta a um problema específico: o endividamento estrutural dos clubes brasileiros e a consequente dificuldade de atração de investimento privado organizado no futebol profissional. Esse sistema, com sua separação de passivos, seus mecanismos de fluxo financeiro obrigatório e seu regime centralizado de execuções, não encontra equivalente nas jurisdições analisadas porque foi concebido para um problema que, nessa escala e nessa configuração, é essencialmente brasileiro.

A experiência acumulada desde a entrada em vigor da Lei da SAF indica que o modelo foi capaz de ampliar significativamente o interesse de investidores pelo futebol brasileiro. Permanecem em aberto, contudo, as questões que a comparação não resolve, como a efetividade dos mecanismos de pagamento dos credores do clube original ao longo do tempo, a capacidade do novo modelo de frear o endividamento excessivo dos clubes de futebol, a interação entre o modelo brasileiro e o conceito de sucessão desportiva consolidado na jurisprudência arbitral desportiva internacional e o desenvolvimento das estruturas regulatórias voltadas à sustentabilidade financeira do sistema, ainda em fase inicial de implementação.

O desafio dos próximos anos não será o de expandir o modelo, mas o de verificar, na prática, se os instrumentos concebidos pelo

legislador serão capazes de entregar os resultados que justificaram sua adoção, e se o direito brasileiro, ao romper com premissas tradicionais da sucessão empresarial aplicada ao esporte, construiu algo duradouro ou apenas uma solução paliativa para um problema conjuntural.

4. DEFINIÇÕES

Para os fins do presente trabalho, as seguintes definições se aplicam aos termos grafados em maiúscula indicados abaixo:

Termo	Definição
ANRESF	A Agência Nacional de Regulação e Sustentabilidade do Futebol, órgão com autonomia decisória e independência funcional, vinculado administrativamente à CBF, responsável pela gestão, análise e decisão no âmbito do SSF.
Carta Olímpica	O conjunto codificado de regras e diretrizes estabelecido pelo Comitê Olímpico Internacional (COI) que delineia os princípios organizacionais e operacionais do Movimento Olímpico, incluindo as responsabilidades e os direitos do COI, dos Comitês Olímpicos Nacionais e dos atletas.
CBF	A Confederação Brasileira de Futebol, entidade máxima de administração do futebol no Brasil.
Código dos Valores Mobiliários Português	O Decreto-Lei nº 486/99, que estabelece o arcabouço jurídico e as normas que regem a emissão, a negociação e as operações em geral com valores mobiliários em Portugal.
Código Português das Sociedades Comerciais	O Decreto-Lei nº 262/86, que estabelece o arcabouço jurídico e as normas que regem a constituição, o funcionamento e a governança das sociedades comerciais em Portugal.
CSD	O *Consejo Superior de Deportes*, órgão administrativo espanhol responsável por propor e implementar a política governamental sobre esporte, supervisionar a promoção do esporte e coordenar as atividades das federações esportivas nacionais e internacionais.
DFL e.V.	A *DFL Deutsche Fußball Liga e.V.*, associação dos clubes licenciados e das sociedades licenciadas das ligas de futebol Bundesliga e Bundesliga 2 na Alemanha.

Estatutos da DFL e.V.	Os regulamentos e estatutos oficiais que regem as atividades e operações da DFL e.V. (versão de 5 de dezembro de 2025).
Football Governance Act 2025	O *Football Governance Act 2025*, diploma legislativo do Reino Unido que estabeleceu o *Independent Football Regulator (IFR)* e introduziu regime de licenciamento obrigatório para os clubes das cinco primeiras divisões do futebol masculino inglês, com o objetivo de proteger e promover a sustentabilidade do futebol inglês.
Independent Football Regulator (IFR)	O regulador independente do futebol inglês, estabelecido pelo Football Governance Act 2025, responsável pelo licenciamento dos clubes das cinco primeiras divisões do futebol masculino inglês, pela avaliação da idoneidade de proprietários e diretores e pela supervisão da governança e da sustentabilidade financeira do futebol inglês.
Lei da SAF	A Lei nº 14.193/2021, que institui a Sociedade Anônima do Futebol e estabelece o arcabouço jurídico aplicável, no Brasil, às SAFs.
Lei das S.A.	A Lei nº 6.404/1976, que estabelece o arcabouço jurídico que rege a organização e o funcionamento, no Brasil, das sociedades anônimas.
Lei de Recuperação Judicial e Falências	A Lei nº 11.101/2005, que estabelece o arcabouço jurídico e as normas relativas à recuperação e à falência de sociedades empresárias e de empresários individuais no Brasil.
Lei do Esporte Espanhola	A Lei nº 39/2022, que estabelece o arcabouço jurídico aplicável ao esporte na Espanha, tendo revogado a Lei nº 10/1990.
Lei Espanhola das SAD	O Real Decreto nº 1251/1999, que estabelece o arcabouço jurídico aplicável, na Espanha, às *Sociedades Anónimas Deportivas (SAD)*.
Lei Espanhola das Sociedades de Capital	O Real Decreto Legislativo nº 1/2010, que estabelece o arcabouço jurídico aplicável, na Espanha, às sociedades de capital.
Lei Geral do Esporte	A Lei nº 14.597/2023, que estabelece o arcabouço jurídico aplicável ao esporte no Brasil, tendo promovido a revogação de parcela substancial da Lei Pelé.
Lei Pelé	A Lei nº 9.615/1998, que estabeleceu o marco regulatório para a organização, gestão e governança do esporte no Brasil e que foi parcialmente revogada pela Lei Geral do Esporte.

Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas	A Lei nº 39/2023, que estabelece o arcabouço jurídico aplicável, em Portugal, às sociedades desportivas.
Premier League	A principal liga do sistema inglês de futebol profissional, composta por 20 clubes e organizada pela *Football Association Premier League Limited*.
Regulamento da Premier League	O conjunto de regulamentos e diretrizes emitido pela Premier League que rege as operações, a conduta e as atividades dos clubes membros, de seus jogadores, dirigentes e demais partes envolvidas nas atividades da liga (Handbook 2025/2026).
SAD ou Sociedade Anônima Desportiva Espanhola	Qualquer sociedade desportiva constituída na Espanha sob a forma jurídica estabelecida pela Lei Espanhola das SAD.
SAF ou Sociedade Anônima do Futebol	A Sociedade Anônima do Futebol, pessoa jurídica constituída no Brasil sob a forma jurídica estabelecida pela Lei da SAF.
Sociedade Desportiva Portuguesa	Qualquer entidade desportiva constituída em Portugal sob a forma jurídica estabelecida pela Lei Portuguesa das Sociedades Desportivas.
SSF	O Sistema de Sustentabilidade Financeira da CBF, instituído pelo Regulamento do Sistema de Sustentabilidade Financeira editado pela CBF, em vigor desde 1º de janeiro de 2026, que estabelece normas de regulação econômico-financeira dos clubes de futebol disputantes das Séries A, B e C do Campeonato Brasileiro.
TAS	O Tribunal Arbitral do Esporte (*Court of Arbitration for Sport – CAS*).
UK Companies Act	O Companies Act 2006, diploma legislativo do Reino Unido que rege a constituição, o funcionamento e a dissolução de sociedades, conforme alterado.

A LEI DAS S/A NA PRÁTICA: USO EM ESTRUTURAS FAMILIARES NO BRASIL

Paula Andrade Ribeiro Chaves[789]

Luiz Felipe Curtis Ferreira[790]

1. INTRODUÇÃO

As empresas familiares[791] constituem o alicerce da economia brasileira. Segundo dados apresentados pela Universidade de São Paulo (USP), com base em pesquisa do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em parceria com o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae), aproximadamente 90% das empresas abertas no país têm perfil ou origem familiar, respondendo por cerca de 65% do Produto Interno Bruto (PIB) nacional e empregando 75% da força de trabalho.[792]

789 Advogada com mais de 20 anos de experiência em Direito Empresarial, com atuação destacada em fusões e aquisições (M&A), governança corporativa, contratos e reestruturações societárias. Sócia fundadora do escritório Coimbra, Chaves & Batista Advogados. Mestre em Direito Empresarial pela Faculdade de Direito Milton Campos, LL.M. *Cum Laude* pela Northwestern Pritzker School of Law, certificação em *business administration* pela Kellogg School of Management, MBA pela Fundação Dom Cabral, e cursos executivos na Harvard Law School. Atuou no escritório Holland Knight, em Nova York. Foi diretora de M&A e conselheira do Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças em Minas Gerais (IBEF/MG), é a atual presidente da Aliança de Advocacia Empresarial (ALAE) e da associação civil sem fins lucrativos, Instituto Marco Coimbra.

790 Advogado graduado pela Universidade Federal de Minas Gerais e atualmente cursando LL.M. em Direito Empresarial pelo IBMEC. Sócio do escritório Coimbra, Chaves & Batista Advogados, com sete anos de experiência profissional em Direito Empresarial, com atuação voltada para fusões e aquisições (M&A), contratos, rotina societária e planejamento patrimonial e sucessório.

791 A expressão "empresa familiar" é empregada, ao longo deste artigo, em sentido amplo, abrangendo a sociedade ou o grupo econômico sob controle de uma ou mais famílias. Não se trata de tipo jurídico previsto em lei, mas de categoria de natureza descritiva, caracterizada pela concentração do controle e da gestão da sociedade por um ou mais núcleos familiares.

792 JORNAL DA USP. *Empresas familiares representam 90% dos empreendimentos no Brasil*. Disponível em: https://jornal.usp.br/atualidades/atualidades-em-dia-com-o-

A dimensão dessa realidade transcende as estatísticas agregadas. No varejo, na indústria, no agronegócio e nos serviços financeiros, grupos como Votorantim, WEG, Gerdau, Itaú Unibanco e Ambev ilustram como empresas de origem familiar podem atingir escala global mantendo o controle concentrado em uma ou poucas famílias. Mas esses casos de sucesso convivem com uma realidade majoritariamente adversa: o *Índice Global de Empresas Familiares*, publicado anualmente pela PricewaterhouseCoopers ("PwC"), revela que apenas 36% dessas empresas chegam à segunda geração, e o percentual despenca para 19% na terceira geração e para meros 7% na quarta.[793]

As razões para esse insucesso são conhecidas e se repetem com impressionante regularidade. A *11.ª Pesquisa Global sobre Empresas Familiares* da PwC aponta que uma a cada quatro famílias empresárias entende que há ausência de confiança entre as gerações, o que pode levar a grandes entraves no momento da sucessão, caso a família e a empresa não se preparem adequadamente[794]. A pesquisa "Governança em Empresas Familiares: Evidências Brasileiras", conduzida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em parceria com a PwC, revelou que conflitos familiares são apontados como o principal motivo para a saída de sócios das empresas pesquisadas, geralmente relacionados a questões de poder e distribuição de recursos.[795]

Quatro desafios estruturais concentram a maior parte do risco de falência ou dissolução das empresas familiares brasileiras. O primeiro é a ausência de planejamento sucessório: sem regras claras

direito-boletim-18-10-empresas-familiares-representam-90-dos-empreendimentos-no-brasil/. Acesso em: 16 de maio de 2026.

793 FENACON. *Responsável por 65% do PIB brasileiro, apenas 36% das empresas familiares sobrevivem à sua segunda geração*. Disponível em: https://fenacon.org.br/noticias/responsavel-por-65-do-pib-brasileiro-apenas-36-das-empresas-familiares-sobrevivem-a-sua-segunda-geracao/. Acesso em: 16 de maio de 2026.

794 PwC. *11ª Pesquisa Global sobre Empresas Familiares*. Disponível em: https://www.pwc.com/gx/en/services/family-business/family-business-survey.html. Acesso em: 16 de maio de 2026.

795 IBGC; PwC. *Governança em empresas familiares: evidências brasileiras*. São Paulo: IBGC, 2019. Disponível em: https://tradecon.com.br/wordpress/wp-content/uploads/2019/07/pesquisa_gov_emp_fam_web.pdf. Acesso em: 16 de maio de 2026.

e previamente acordadas para a transição do controle, a morte ou incapacidade do fundador transforma-se em gatilho de litígios entre herdeiros. O segundo é a concentração excessiva de poder no fundador, que reúne em uma única pessoa o capital, o conhecimento estratégico e a capacidade decisória, criando uma dependência que fragiliza a organização diante de qualquer evento que o afaste. O terceiro são os conflitos familiares – entre cônjuges, entre irmãos, entre ramos da família – que extravasam para a esfera societária e paralisam a governança. O quarto é a informalidade decisória: ausência de atas, de alçadas definidas e de processos estruturados, que torna a empresa vulnerável à insegurança jurídica e à divergência interpretativa sobre o que foi ou não decidido.[796]

Diante desse cenário, a Lei nº 6.404/1976 ("LSA" ou "Lei das S/A") emerge como um arcabouço normativo dotado de instrumentos sofisticados e sistematicamente subutilizados no contexto das sociedades familiares.

O objetivo do presente artigo é demonstrar, de forma analítica e prática, como os principais institutos da LSA – a estrutura de governança orgânica, as classes de ações, o acordo de acionistas e os deveres fiduciários dos administradores – podem funcionar como ferramentas efetivas de organização, prevenção de conflitos e viabilização de planejamentos patrimoniais e sucessórios em empresas familiares.

2. A ESCOLHA DO TIPO SOCIETÁRIO: POR QUE A SOCIEDADE ANÔNIMA PARA A EMPRESA FAMILIAR?

Antes de detalhar como os institutos da LSA respondem aos desafios da empresa familiar, cabe enfrentar uma pergunta de fundo: por que a sociedade anônima, e não a sociedade limitada, é a forma majoritariamente escolhida no Brasil? Segundo o Mapa de Empresas

796 EY. *Como lidar com os conflitos na empresa familiar?* Disponível em: https://www.ey.com/pt_br/insights/family-enterprise/como-lidar-com-conflitos-na-empresa-familiar. Acesso em: 16 de maio de 2026.

do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços, a limitada responde por mais de 90% das sociedades empresárias ativas no país.[797] Sua difusão decorre da simplicidade contratual e da flexibilidade conferida pelo Código Civil de 2002 ("CC"), reforçada pelas Leis nº 14.195/2021 (que admitiu expressamente a sociedade limitada unipessoal) e nº 14.451/2022 (que reduziu quóruns deliberativos). Para a maior parte das pequenas e médias empresas brasileiras, a sociedade limitada é, de fato, a forma adequada.

A premissa muda, contudo, quando se trata de empresa familiar com pluralidade de sócios, expectativa de continuidade intergeracional e necessidade de estruturar governança, sucessão e financiamento. Nessas hipóteses, a sociedade limitada revela algumas limitações estruturais que a LSA, em razão do arcabouço construído ao longo de seus 50 anos, supera: (i) governança orgânica: o Código Civil prevê apenas o sócio administrador e, facultativamente, o conselho fiscal (art. 1.066), ao passo que a LSA institui quatro órgãos com competências legalmente delimitadas (assembleia, conselho de administração, diretoria e conselho fiscal); (ii) flexibilidade patrimonial limitada: as quotas, em regra, são iguais (art. 1.055 do CC) e não existe na sociedade limitada equivalente às ações preferenciais com dividendo fixo ou mínimo ou ao voto plural admitido pela Lei nº 14.195/2021; e (iii) carência de instrumentos para financiamento e liquidez: a sociedade anônima pode emitir debêntures[798], bônus de subscrição e partes beneficiárias, ser registrada perante a CVM e, eventualmente, ter ações negociadas em bolsa.

797 BRASIL. Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços. Mapa de Empresas. Disponível em: https://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/mapa-de-empresas. Acesso em: 5 de junho de 2026.

798 Historicamente, a emissão de debêntures esteve associada às sociedades anônimas, sendo o ponto objeto de controvérsia doutrinária. No plano registral, contudo, o entendimento foi recentemente flexibilizado: o Ofício Circular SEI nº 92/2026/MEMP, de 9 de fevereiro de 2026, com origem na Nota Técnica SEI nº 135/2026/MEMP, dirigido às Juntas Comerciais, consolidou o entendimento do DREI quanto à possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas, especialmente na modalidade conversível, mediante aplicação supletiva da Lei das S/A.

Acresce-se um quarto fator, frequentemente esquecido: as reformas dos últimos cinco anos esvaziaram boa parte das vantagens comparativas da sociedade limitada quanto a custo e simplicidade, ao dotarem a companhia fechada de um arcabouço mais leve. A Lei nº 13.818/2019[799] extinguiu a obrigatoriedade de publicação dos atos societários no Diário Oficial, sendo preservada apenas a publicação resumida em jornal de grande circulação, com divulgação integral em seu *site*. A Lei Complementar nº 182/2021 foi além, ao autorizar a companhia fechada com receita bruta anual de até R$ 78 milhões a efetuar suas publicações de modo exclusivamente eletrônico e a substituir os livros societários por registros eletrônicos, além de admitir a diretoria composta por um único diretor para qualquer companhia de capital fechado, independentemente do faturamento[800]. Já a Lei nº 14.030/2020 inseriu o § 2º-A no art. 124 da Lei das S/A[801] para viabilizar assembleias inteiramente digitais. O resultado é uma

799 Lei nº 6.404/1976, art. 289, com redação da Lei nº 13.818/2019: "As publicações ordenadas por esta Lei obedecerão às seguintes condições: I – deverão ser efetuadas em jornal de grande circulação editado na localidade em que esteja situada a sede da companhia, de forma resumida e com divulgação simultânea da íntegra dos documentos na página do mesmo jornal na internet, que deverá providenciar certificação digital da autenticidade dos documentos mantidos na página própria emitida por autoridade certificadora credenciada no âmbito da Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileiras (ICP-Brasil); II – no caso de demonstrações financeiras, a publicação de forma resumida deverá conter, no mínimo, em comparação com os dados do exercício social anterior, informações ou valores globais relativos a cada grupo e a respectiva classificação de contas ou registros, assim como extratos das informações relevantes contempladas nas notas explicativas e nos pareceres dos auditores independentes e do conselho fiscal, se houver".

800 Lei nº 6.404/1976, art. 294, com redação da Lei Complementar nº 182/2021: "A companhia fechada que tiver receita bruta anual de até R$ 78.000.000,00 (setenta e oito milhões de reais) poderá: I – (revogado); II – (revogado); III – realizar as publicações ordenadas por esta Lei de forma eletrônica, em exceção ao disposto no art. 289 desta Lei; e IV – substituir os livros de que trata o art. 100 desta Lei por registros mecanizados ou eletrônicos." E art. 143, caput, com redação da Lei Complementar nº 182/2021: "A Diretoria será composta por 1 (um) ou mais membros eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração ou, se inexistente, pela assembleia geral, e o estatuto estabelecerá: [...]"

801 Lei nº 6.404/1976, art. 124, § 2º-A, com redação da Lei nº 14.030/2020: "Sem prejuízo do disposto no § 2º deste artigo, as companhias, abertas e fechadas, poderão realizar assembleia digital, nos termos do regulamento da Comissão de Valores Mobiliários e do órgão competente do Poder Executivo federal, respectivamente."

"LSA-light" aplicável às companhias fechadas familiares mais ágil e mais barata, mas ainda assim dotada do mesmo arcabouço de governança da grande companhia.

A esses fatores soma-se um atributo de especial relevo para a empresa familiar: a estabilidade do vínculo societário. Na sociedade simples e na limitada por prazo indeterminado, o Código Civil assegura ao sócio o direito de retirada imotivada, mediante simples notificação aos demais com antecedência de sessenta dias (art. 1.029 do CC), o que pode obrigar a sociedade a apurar e pagar os haveres do sócio retirante em momento financeiramente delicado, comprometendo seu fluxo de caixa e, no limite, a própria continuidade do negócio. A sociedade anônima, ao contrário, estrutura-se como vínculo estável: não há direito de retirada imotivada, sendo o recesso admitido apenas nas hipóteses legais específicas e taxativas (art. 137 da LSA), vinculadas a deliberações que alterem substancialmente a posição jurídica do acionista. Essa característica confere à companhia maior estabilidade societária e patrimonial, preservando o caixa social contra saídas unilaterais e inesperadas, atributo especialmente valioso na empresa familiar, em que a discordância de um sócio não deve, por si só, ameaçar a perenidade do negócio.

Registra-se que a vedação à retirada imotivada no âmbito da limitada é usualmente adotada quando o contrato social prevê a aplicação subsidiária da Lei das S/A, em vez das normas das sociedades simples. Contudo, um sócio poderia questionar tal regra, visando fazer prevalecer o entendimento de que o direito de retirada constitui norma cogente de proteção ao sócio, não podendo ser pura e simplesmente suprimido por previsão contratual. Atualmente prevalece o entendimento, no âmbito do **Superior Tribunal de Justiça** (vide **REsp 1.839.078/SP,** da 3ª Turma, rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino, 2021), de que o direito de retirada é potestativo e fundamental, insuscetível de supressão por cláusula contratual ou norma administrativa.

O quadro abaixo sintetiza as principais diferenças funcionais entre as duas formas societárias no contexto da empresa familiar:

Critério	Sociedade anônima fechada	Sociedade limitada
Governança orgânica	Quatro órgãos com competências legalmente delimitadas (arts. 121, 138, 143 e 161 da LSA).	Estrutura mínima legal (sócio-administrador e conselho fiscal facultativo, art. 1.066 do CC).
Classes de participação	Ações ON e PN, classes diferenciadas, voto plural, golden share, dividendo fixo ou mínimo (arts. 15 a 19 e 110-A da LSA).	Quotas, em regra, iguais (art. 1.055 do CC); inexistência de equivalente ao voto plural.
Acordo de Sócios	Regime legal específico (art. 118 da LSA), com execução específica e oponibilidade à companhia.	Ausência de regime próprio; aplicação analógica do art. 118 da LSA.
Estabilidade do vínculo	Vínculo estável; inexistência de direito de retirada imotivada (recesso apenas nas hipóteses do art. 137 da LSA).	A princípio, há o direito de retirada imotivada na sociedade de prazo indeterminado (art. 1.029 do CC), com risco de apuração de haveres e impacto no caixa.
Deveres fiduciários e controle	Regime detalhado (arts. 116, 117 e 153 a 157 da LSA); *business judgment rule* consolidada na jurisprudência do STJ e da CVM.	Regime sintético (arts. 1.011 a 1.021 do CC); ausência de figura legal do sócio controlador.
Acesso a capital	Emissão de debêntures, bônus de subscrição e partes beneficiárias; possibilidade de abertura de capital.	Abertura de capital exige transformação prévia em sociedade anônima.

Da combinação desses fatores extrai-se um conjunto objetivo de hipóteses em que a sociedade anônima é a forma juridicamente recomendada, em detrimento da sociedade limitada: (i) pluralidade de sócios em múltiplas gerações; (ii) necessidade de dissociar participação econômica e poder político entre herdeiros operativos e passivos; (iii) uso de ações com direitos especiais no âmbito de planejamentos sucessórios ou voto plural; (iv) existência ou perspectiva de sócios externos (investidores, fundos, parceiros estratégicos); (v) profissionalização da gestão com conselho de administração e conselheiros independentes e (vi) captação de recursos no mercado de capitais em sua forma mais ampla, sobretudo por meio de ofertas

públicas de ações (IPO ou *follow-on*) e de ofertas dirigidas ao público em geral ou a investidores qualificados, modalidades reservadas às companhias[802].

Os próximos capítulos detalham, à luz desse pano de fundo, como os institutos da LSA – governança orgânica, o acordo de acionistas, as classes de ações e os deveres dos administradores e controladores operam, na prática, nas empresas familiares brasileiras.

3. GOVERNANÇA: SEPARAÇÃO DE COMPETÊNCIAS COMO ANTÍDOTO À INFORMALIDADE E À CONCENTRAÇÃO DE PODER

A informalidade decisória é um dos aspectos mais perigosos das empresas familiares de primeira e segunda geração. Contratos assinados por ordem verbal do fundador, aumento de salários decidido em conversa de domingo, entre outras práticas, criam não apenas insegurança jurídica, mas uma cultura de conflitos que eclodem nos momentos de crise. A ausência de registros formais impede a reconstrução do histórico decisório, inviabiliza a responsabilização de gestores e transforma cada assembleia ou reunião de sócios em um campo minado de versões divergentes sobre o que foi acordado.

A LSA oferece, por meio de sua estrutura orgânica, um *framework* de separação de atribuições que pode transformar radicalmente essa dinâmica. A lei institui quatro órgãos com competências legalmente distintas, cujas deliberações devem ser formalizadas em atas – documentos que integram os livros societários e produzem efeitos perante a própria companhia, os acionistas e terceiros.

802 Embora a captação por meio de ações (IPO ou follow-on) e as ofertas dirigidas ao público em geral ou a investidores qualificados sejam reservadas às companhias, a sociedade limitada não está inteiramente alijada do mercado de capitais: pode emitir notas comerciais em oferta pública destinada a investidores profissionais (Lei nº 14.195/2021, art. 46) e ceder direitos creditórios ou emitir títulos de dívida que sirvam de lastro a CRI ou CRA ofertados publicamente. A principal restrição reside, portanto, no público-alvo e na impossibilidade de ofertas de *equity*, e não em uma vedação absoluta de acesso ao mercado.

A **Assembleia Geral** (arts. 121 a 137 da LSA) é o órgão soberano da companhia. Na assembleia ordinária anual, cabe-lhe aprovar as demonstrações financeiras e a proposta de destinação dos lucros líquidos, bem como eleger os administradores e os membros do conselho fiscal (quando instalado). Nas assembleias extraordinárias, a competência abrange as matérias estruturais: reforma do estatuto social, emissão de debêntures, aumento ou redução do capital social e operações de reorganização societária (transformação, incorporação, fusão e cisão). Em regra, as deliberações da assembleia são tomadas pela maioria simples dos votos dos presentes que tenham direito de voto, mas a LSA exige quórum qualificado de metade das ações com direito de voto para as matérias mais sensíveis (art. 136), como alteração do dividendo obrigatório mínimo, mudança do objeto social, criação de ações preferenciais ou aumento desproporcional de classes existentes e dissolução da companhia.

O **Conselho de Administração** (arts. 138 a 142 da LSA) é o órgão de deliberação colegiada responsável pela orientação estratégica da companhia e pela supervisão da diretoria. É obrigatório nas companhias abertas e nas de capital autorizado, e facultativo nas demais. Para a empresa familiar, a instalação voluntária do conselho de administração pode ser uma decisão transformadora: ela retira do fundador ou do diretor-presidente a capacidade de decidir unilateralmente sobre matérias estratégicas, distribui o poder entre conselheiros eleitos pela assembleia e cria um fórum formal para deliberações sobre temas sensíveis, como a política de remuneração dos executivos, a contratação de parentes, a aprovação de transações com partes relacionadas e a estratégia de longo prazo. O conselho de administração pode e, a depender do cenário fático, deve incluir conselheiros independentes, escolhidos não pela sua submissão direta a determinado acionista e, sim, pela sua expertise na gestão empresarial e/ou no setor econômico em que a companhia está inserida.

A **Diretoria** (arts. 143 a 152 da LSA) é o órgão executivo da companhia, composto por ao menos dois diretores, eleitos e

destituíveis pelo conselho de administração ou, na ausência desse, pela assembleia geral. Ela representa a companhia perante terceiros e executa as diretrizes aprovadas pelo conselho. O estatuto social deve estabelecer as competências de cada diretor, evitando que um único membro da família detenha poderes de representação ilimitados. Em empresas familiares com múltiplos herdeiros na gestão, a definição estatutária de regras de representação da companhia mediante a assinatura conjunta de mais de um diretor é um mecanismo de *checks and balances* interno que previne decisões unilaterais de grande impacto, bem como a correta definição de cargos, funções, direitos, deveres, políticas de avaliação de desempenho dos diretores e suas respectivas alçadas.

O **Conselho Fiscal** (arts. 161 a 165 da LSA) é o órgão de fiscalização independente da gestão financeira e contábil. Nas companhias fechadas, seu funcionamento não é permanente, mas pode ser instalado pela assembleia geral a pedido de acionistas que representem ao menos 10% das ações com direito a voto ou 5% das ações sem direito a voto (art. 161, § 2º, da LSA). Em empresas familiares com múltiplos herdeiros, o conselho fiscal pode ser o canal por meio do qual acionistas minoritários, tipicamente filhos ou sobrinhos que não participam da gestão, exercem seus direitos de fiscalização sem depender da boa vontade do controlador.

Além das competências legais, o estatuto social e o acordo de acionistas (sobre o qual nos deteremos de forma mais detalhada abaixo) podem estabelecer alçadas para cada órgão da administração por matéria, valor e/ou circunstância, permitindo que as famílias aprimorem a sua governança societária, sem engessar os negócios sociais.

Adicionalmente, as companhias podem ter outros órgãos de administração, em especial de caráter **consultivo**. No entanto, o art. 139 da LSA estabelece que as atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto. Em relação aos conselhos consultivos, a pesquisa do IBGC revela uma evolução geracional interessante: na

primeira geração, apenas 32,1% das empresas familiares possuem conselho consultivo; na segunda, esse percentual sobe para 58,2%; mas cai para 32,3% na terceira, já que nessa geração, 48,4% das empresas já possuem conselho de administração formal. Esse dado sugere que o aumento da complexidade da governança é um caminho natural do amadurecimento das empresas familiares, bem como a preferência de companhias menos maduras por órgãos consultivos, como primeira fase da instituição de governança societária, sendo gradualmente substituída pela formalização da estrutura oferecida pela LSA.[803]

4. ACORDO DE ACIONISTAS: PREVENÇÃO CONTRATUAL DE CONFLITOS FAMILIARES E SUCESSÓRIOS

Se a governança orgânica da LSA cria a estrutura formal de poder, o acordo de acionistas é o instrumento que permite às famílias personalizar essa arquitetura em função de sua realidade específica, antecipando os conflitos previsíveis e estabelecendo regras objetivas para sua resolução antes que eles eclodam.

Previsto no art. 118 da LSA, o acordo de acionistas é um contrato parassocial firmado entre acionistas que, quando arquivado na sede da companhia, vincula a própria sociedade. A lei autoriza acordos sobre quatro grandes matérias: (i) compra e venda de ações; (ii) preferência para adquiri-las; (iii) exercício do direito a voto; e (iv) poder de controle, mas a doutrina reconhece que o rol de matérias previsto no referido artigo não é taxativo, sendo plenamente possível que os acordos de acionistas versem sobre matérias não expressamente previstas no caput do art. 118.[804] Cumpre ressaltar, entretanto, que alguns autores entendem que apenas as cláusulas típicas de um acordo de acionistas,

803 IBGC. *Presença do fundador influencia práticas de governança*. Disponível em: https://ibgc.org.br/blog/presencadofundadorinfluenciapraticas. Acesso em: 16 de maio de 2026.

804 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2008.

isto é, aquelas que versem sobre matérias constantes do rol do art. 118 da LSA, são oponíveis à companhia e devem ser por ela observadas.[805]

No tocante ao exercício do direito de voto, uma das cláusulas com maior potencial de relevância para empresas com múltiplos núcleos familiares é o voto em bloco. Por meio dela, cada núcleo da família se obriga a votar de forma unificada nas assembleias, após deliberação interna seguindo quórum previamente definido no próprio acordo. A estrutura de voto em bloco é utilizada, por exemplo, pela Natura & Co. Holding S.A., cujo acordo de acionistas estabelece cinco blocos, cada um com representante e suplente eleitos pelos integrantes do bloco, e regula as reuniões prévias às assembleias gerais, nas quais as deliberações do bloco são tomadas por quórum próprio e vinculam todos os seus integrantes.[806]

Ainda no âmbito das matérias que o art. 118 da LSA autoriza disciplinar, ganham relevo as cláusulas voltadas à circulação das ações, amplamente reconhecidas pela doutrina e pela prática societária. As restrições à transferência de ações são igualmente essenciais para preservar o caráter familiar da companhia. O acordo pode estabelecer: (a) *lock-up*, ou seja, vedação de alienação de ações por todos ou certos acionistas, por prazo determinado (sendo questionáveis prazos de *lock-up* indeterminados ou exageradamente longos, sem uma contraprestação adequada e proporcional); (b) direito de primeira oferta, que obriga o acionista que pretende alienar suas ações a conferir aos demais signatários do acordo o direito de realizarem uma oferta inicial para compra de tais ações, antes de buscar ofertas junto a terceiros ou ao mercado em geral; (c) direito de preferência, que determina que o acionista que pretende alienar suas ações deve garantir aos demais acionistas o direito de adquirir as ações em igualdade de condições com a proposta recebida de terceiro; (d) *tag along* (direito de venda conjunta), que assegura aos demais

805 EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

806 CAPITAL ABERTO / LEGISLAÇÃO E MERCADOS. *Entendendo o acordo de acionistas: direitos de voto*. Disponível em: https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/entendendo-o-acordo-de-acionistas-direitos-de-voto/. Acesso em: 16 de maio de 2026.

acionistas o direito de, caso um acionista (em geral o controlador ou titular de participação relevante) aliene suas ações a terceiro, vender suas próprias ações nas mesmas condições e pelo mesmo preço oferecidos ao acionista alienante e (e) *drag along* (direito de venda forçada ou obrigação de venda conjunta), que confere ao acionista alienante (normalmente o controlador) o direito de exigir que os demais signatários também alienem suas ações ao mesmo terceiro adquirente, nas mesmas condições, viabilizando a venda da totalidade do capital social e tornando a companhia mais atrativa a investidores interessados em adquirir o controle integral.

Cumpre ressaltar que as sociedades por ações surgiram como sociedades de capital, que privilegiam a livre circulação de ações, sendo expressamente previsto na LSA que as limitações à circulação estabelecidas pelo estatuto social devem ser minuciosamente reguladas e não podem impedir a negociação das ações ou sujeitar o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas. No entanto, ao longo dos 50 anos de vigência da LSA, esse conceito evoluiu significativamente e hoje é amplamente reconhecido que as companhias fechadas, especialmente aquelas de caráter familiar, também podem constituir sociedades de pessoas, nas quais o vínculo pessoal entre os acionistas é essencial, sendo possível que o acordo de acionistas dessas sociedades estabeleça que qualquer transferência de ações dependerá de aprovação prévia da maioria dos acionistas.[807]

Outro mecanismo usualmente utilizado são as opções de compra vinculadas a eventos de liquidez compulsória, que evitam a entrada involuntária de terceiros, herdeiros, ex-cônjuges, ex-companheiros ou credores, na estrutura acionária. Verificado o evento previsto, os demais acionistas e/ou a própria companhia passam a ter o direito (ou a obrigação) de adquirir as ações afetadas, por preço fixado com base em critério de avaliação previamente pactuado.

807 STJ. RESP nº 111.294-PR. Relator: Ministro Castro Filho, 10/09/2007. Disponível em: https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=2505364&tipo=5&nreg=2002

Tais previsões aplicam-se, em especial, aos casos de (a) falecimento; (b) incapacidade civil; e (c) exercício do direito de saída por acionista, quando previsto no acordo. Recomenda-se, ainda, estendê-las a duas outras hipóteses sensíveis: (d) a penhora ou qualquer constrição judicial sobre as ações, autorizando os demais acionistas a adquiri-las antes que sejam arrematadas por terceiro estranho ao quadro familiar; e (e) a prática, pelo acionista, de atos lesivos à companhia, como atos de corrupção, condenação criminal transitada em julgado, concorrência desleal ou violação de deveres relevantes previstos no acordo. Nessa última hipótese, a opção costuma assumir feição sancionatória (*bad leaver*), podendo prever a aquisição das ações com deságio em relação ao valor justo, desde que o desconto seja proporcional e contratualmente justificado, sob pena de questionamento.

A fixação de critérios objetivos de avaliação da empresa é um dos aspectos mais sensíveis e frequentemente negligenciados em estruturas familiares, nas quais a ausência de um critério pré-acordado transforma a avaliação das ações em mais um campo de batalha entre familiares. Na prática, usualmente a avaliação da empresa pode ser realizada com base no valor patrimonial ajustado ou em um critério de avaliação econômica, como múltiplos de faturamento ou EBITDA, ou fluxo de caixa descontado, ou mesmo por meio da previsão de um valor fixo da companhia em reais, que será corrigido entre a assinatura do acordo e a data de pagamento.

Além do método de avaliação das ações sujeitas à opção de compra, o acordo de acionistas deve estabelecer o prazo e a forma de pagamento, sopesando a capacidade financeira dos demais acionistas e/ou da companhia de efetivamente pagarem o preço de exercício, e o direito do herdeiro/meeiro ao recebimento do preço em prazo razoável.

O acordo de acionistas pode e deve disciplinar restrições ao exercício de determinadas atividades pelos sócios, com o objetivo de proteger o patrimônio e a reputação da companhia. Destacam-se três cláusulas: (a) **não concorrência:** vedação a que o acionista, direta ou

indiretamente, explore atividade concorrente à da companhia, seja como sócio, administrador, empregado ou prestador de serviços; (b) **direito de preferência a novas oportunidades de negócio:** obrigação de o acionista oferecer primeiramente à companhia as oportunidades de negócio que surjam em seu setor de atuação, somente podendo explorá-las individualmente caso a companhia, por seus órgãos competentes, decline do aproveitamento e (c) **não solicitação:** vedação a que o acionista alicie ou desvie, em proveito próprio ou de terceiros, empregados, clientes, fornecedores ou demais parceiros relevantes da companhia, igualmente sujeita a prazo determinado, inclusive após a saída do acionista.

A política de distribuição de dividendos e destinação dos lucros líquidos é outro campo fértil para o acordo de acionistas. Acordos que estabelecem uma política de distribuição mínima superior ao dividendo legal protegem os acionistas que dependem dos dividendos como fonte de renda, situação típica dos herdeiros que não participam da gestão e que, sem uma garantia contratual, ficam sujeitos à discricionariedade do controlador na retenção de lucros.

Por fim, os mecanismos de resolução de impasses decisórios persistentes (*deadlock provisions*) são indispensáveis em estruturas familiares com participação paritária ou que, por qualquer outro motivo, estejam sujeitas à ocorrência de impasse. Sem uma regra de desempate, a empresa pode ficar paralisada por divergências irreconciliáveis entre os controladores.

Os mecanismos possíveis incluem: (a) o compromisso das partes de participarem de sessões de mediação compulsória, nas quais, com o apoio de um mediador profissional, os acionistas tentarão chegar a um consenso; (b) a criação automática de órgãos de governança ou de cadeiras adicionais em órgãos pré-existentes, a serem compostos/ocupadas por terceiros independentes, capazes de desempatar a decisão que tenha resultado no impasse; (c) a *shotgun clause*, que determina que um acionista oferta um preço pelo qual adquiriria as ações do outro, que tem o direito de escolher se venderá suas ações por tal preço, ou comprará as ações do acionista ofertante pelo mesmo

valor, o que visa estimular ofertas justas, embora seja geralmente considerado um mecanismo agressivo de solução de impasse; e, por fim, (d) a possibilidade de dissolução parcial da companhia com reembolso do acionista dissidente pelo valor patrimonial ajustado, alternativa aplicável quando nenhuma outra solução é viável[808].

5. CLASSES DE AÇÕES: MODULAÇÃO DE PODER E PATRIMÔNIO

A LSA autoriza a emissão de ações de diferentes classes, com direitos políticos e econômicos distintos. Essa flexibilidade é um instrumento poderoso para a estruturação de companhias familiares: ela permite dissociar o poder de gestão da participação econômica, viabilizando tanto a transferência antecipada de patrimônio quanto a equalização de direitos entre herdeiros com perfis e interesses distintos.

A LSA distingue dois grandes tipos de ações. As **ações ordinárias (ON)** conferem direito de voto pleno nas assembleias gerais, admitindo, entre outras variações, o direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos. As **ações preferenciais (PN)** podem ser (embora não necessariamente sejam) emitidas sem direito a voto ou com restrições ao seu exercício, desde que confiram ao acionista vantagens econômicas definidas no estatuto – como prioridade no recebimento de dividendos fixos ou mínimos ou prioridade no reembolso de capital em caso de liquidação

808 As cláusulas aqui descritas decorrem da liberdade das partes para negociar e celebrar o acordo de acionistas (art. 118 da LSA), sendo usualmente praticadas por empresas familiares e, em regra, admitidas pela doutrina e pela jurisprudência, observadas as ressalvas feitas no início deste Capítulo. Não se trata, porém, de salvaguardas absolutas: a depender de sua redação e das circunstâncias do caso, podem ser questionadas, inclusive por acionistas e por herdeiros não signatários, e eventualmente, não prevalecer, à luz dos limites decorrentes da vedação a restrições absolutas ou perpétuas à circulação das ações, das normas cogentes do direito sucessório, da boa-fé objetiva e da vedação ao abuso de direito e às cláusulas leoninas. Sobre o tema, v., entre outros, EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005; e CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2008.

(art. 17 da LSA). O limite legal é que as ações preferenciais sem voto ou com voto restrito não podem ultrapassar dois terços do total das ações emitidas (art. 15, § 2º, da LSA).

Além disso, ações de uma mesma espécie (preferencial ou ordinária) podem possuir classes distintas, com direitos diferenciados entre si (arts. 16, 18 e 19 da LSA), inclusive o direito de voto em separado para cargos administrativos.

Por meio dessas estruturas previstas na Lei das S/A, é possível criar classes especiais de ações que conferem ao seu titular direitos políticos qualitativamente distintos e desproporcionais à sua participação acionária – notadamente o direito de veto sobre matérias estratégicas e o direito de eleger administradores em votação separada.[809]

Em empresas familiares, essas ações com direitos especiais (usualmente chamadas no mercado de "golden shares") podem ser utilizadas para viabilizar a doação, pelo fundador, da maior parte das ações da companhia aos herdeiros, realizando a antecipação da herança em vida, mas conservando para si uma ou poucas ações de classe especial que lhe garantem poder de veto ou de decidir sozinho sobre certas matérias, como a alienação de ações pelos outros acionistas, a mudança do objeto social, a realização de operações estratégicas e a nomeação de determinados administradores. Dessa forma, o patrimônio é transferido, mas a governança estratégica permanece nas mãos do fundador enquanto ele desejar ou for capaz de exercê-la,[810] sendo uma opção adicional nos processos de doação, além do instituto de usufruto previsto no Código Civil Brasileiro e na LSA.

Além disso, a LSA permite outras formas de diferenciação econômica entre classes de ações que têm aplicação direta em

809 MARINS BERTOLDI ADVOGADOS. *Golden shares e a preservação do poder de controle no planejamento sucessório*. Disponível em: https://marinsbertoldi.com.br/en/golden-shares-e-a-preservacao-do-poder-de-controle-no-planejamento-sucessorio/. Acesso em: 16 de maio de 2026.

810 MIGALHAS. *Golden share: controle e continuidade no planejamento sucessório*. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/422838/golden-share-controle-e-continuidade-no-planejamento-sucessorio. Acesso em: 16 de maio de 2026.

estruturas familiares. As ações preferenciais com dividendo prioritário fixo ou mínimo podem garantir a herdeiros um lucro mínimo definido em estatuto, independentemente da decisão do controlador sobre a destinação dos lucros do exercício.

Já a criação de classes de ações ordinárias com voto plural – admitida pela LSA desde a reforma introduzida pela Lei nº 14.195/2021, que autorizou até dez votos por ação ordinária – permite equalizar o poder político entre núcleos familiares com participações econômicas distintas sem alterar a estrutura de capital da companhia.

6. ADMINISTRADORES E CONTROLADORES: RESPONSABILIDADE LEGAL COMO BALIZA DE CONDUTA

Em empresas familiares, é comum que a administração não seja profissionalizada, por exemplo: o fundador acumula todos os cargos de gestão; ou exerce a presidência executiva, enquanto cada filho dirige uma área por afinidade pessoal com o fundador. Nessas estruturas, decisões de grande impacto econômico são tomadas, por vezes, com base em lealdades afetivas, pressões familiares e hierarquias domésticas, e não em critérios técnicos ou em análises do interesse social da companhia.

A LSA oferece um contraponto objetivo a essa lógica: os deveres fiduciários dos administradores. Consagrados nos arts. 153 a 157 da LSA e aplicáveis tanto a diretores quanto a conselheiros, esses deveres funcionam como um padrão de conduta exigível de qualquer administrador, independentemente de seu vínculo familiar com os demais acionistas.

O **dever de diligência** (art. 153) exige que o administrador empregue, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo "homem ativo e probo" costuma empregar na administração de seus próprios negócios. É uma *obrigação de meio*, não de resultado: o administrador não garante o sucesso do negócio, mas deve agir de forma informada, buscar aconselhamento técnico quando necessário e tomar decisões com base em dados adequados. O

administrador-familiar que aprova uma contratação de alto valor sem qualquer análise comparativa ou verificação de qualificação técnica, simplesmente por tratar-se de empresa de um cunhado, viola esse dever.[811]

O **dever de finalidade** (art. 154) determina que o administrador deve exercer as atribuições conferidas pela lei e pelo estatuto para lograr os fins e no interesse da companhia, observada a função social da empresa. Decisões tomadas sob pressão familiar, como a aprovação de aumento salarial de um familiar sem correspondente responsabilidade adicional, violam esse dever.

O **dever de lealdade** (art. 155) impõe ao administrador o dever de servir à companhia, e não de se servir dela. É vedado usar, em benefício próprio ou de terceiros, oportunidades de negócio da companhia ou informações privilegiadas obtidas em razão do cargo. Em uma empresa familiar, isso se traduz, por exemplo, em uma vedação concreta ao diretor-filho que usa as informações estratégicas da empresa para montar um negócio concorrente paralelo.[812]

O **dever de informar** (art. 157) é especialmente relevante nas companhias abertas, mas tem aplicação análoga nas fechadas no que concerne à transparência interna. O administrador deve declarar ao conselho de administração ou à assembleia, conforme o caso, qualquer interesse conflitante com o da companhia em deliberações específicas, abstendo-se de votar na matéria (art. 156).

A *business judgment rule*, embora não expressamente positivada na LSA, foi incorporada pela jurisprudência brasileira como parâmetro de avaliação da responsabilidade dos administradores. O STJ, em precedentes que se aproximam dos parâmetros da regra – como o REsp 1.377.908/RJ, relatado pelo Ministro Luis Felipe Salomão

811 MIGALHAS. *Business judgment rule: risco e responsabilidade do gestor empresarial*. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/433718/business-judgment-rule-risco-e-responsabilidade-do-gestor-empresarial. Acesso em: 16 de maio de 2026.

812 PUC-SP. Enciclopédia Jurídica. *Responsabilidade de administradores em sociedades anônimas*. Disponível em: https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/217/edicao-1/responsabilidade-de-administradores-em-sociedades-anonimas. Acesso em: 16 de maio de 2026.

–, firmou orientação no sentido de que o controle judicial não deve incidir sobre o *mérito* da decisão empresarial – se foi economicamente acertada ou não –, mas sim sobre o *processo decisório*: se o gestor agiu de forma informada, leal e sem abuso de poder, a decisão é protegida ainda que seu resultado tenha sido negativo.[813]

A *business judgment rule* tem implicações práticas dúplices para a empresa familiar. Por um lado, protege o administrador-familiar que toma uma decisão de negócio arriscada, porém bem fundamentada, devidamente deliberada em conselho e registrada em ata circunstanciada – mesmo que o resultado econômico seja adverso. Por outro, não protege o administrador que decide sem informação técnica adequada, que atua com conflito de interesses não declarado ou que viola seus deveres fiduciários sob o véu de uma "decisão de negócio familiar". A formalização do processo decisório – atas detalhadas, registros de fundamentação técnica, aprovação por órgão colegiado, declaração de conflitos – é, portanto, o principal instrumento para aplicar a *business judgment rule* e gerar *accountability* em contextos familiares.[814]

Além disso, a LSA impõe ao **acionista controlador** – figura central nas empresas familiares, frequentemente identificada com o fundador – deveres e responsabilidades que limitam o exercício do poder. O art. 116 define o acionista controlador como a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum, que (a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, da maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e do poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e (b) usa efetivamente esse poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia[815]. O parágrafo único do mesmo artigo estabelece que esse

813 STJ. REsp 1.377.908/RJ, Rel. Min. Luis Felipe Salomão. No mesmo sentido, STJ, REsp 1.349.233/SP, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 03/02/2015.

814 MIGALHAS. Parte 2: *A responsabilidade do administrador societário*. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/440353/parte-2-a-responsabilidade-do-administrador-societario. Acesso em: 16 de maio de 2026.

815 Lei nº 6.404/1976, art. 116, caput e alíneas a e b.

poder deve ser exercido para fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social, respeitando os interesses dos demais acionistas, dos empregados e da comunidade.

O art. 117 da LSA disciplina o abuso de poder de controle, elencando exemplificativamente as condutas abusivas: orientar a companhia para fim estranho ao objeto social; promover modificação estatutária ou reorganização societária com o fim de prejudicar minorias; deixar de formular oferta pública obrigatória; eleger administrador sem qualificação técnica mínima. O rol é exemplificativo: qualquer decisão que não tenha por finalidade o interesse social, mas que beneficie o controlador em detrimento da companhia ou dos demais acionistas, pode configurar abuso passível de responsabilização civil.[816]

No contexto familiar, os casos de abuso de poder de controle são frequentes e, muitas vezes, percebidos apenas como "estilo de gestão". O fundador que extrai recursos da sociedade como pró-labore desproporcional ao mercado, que contrata parentes sem qualificação, que retém lucros indefinidamente para manter o caixa sob seu controle discricionário ou que favorece sistematicamente um herdeiro em detrimento dos demais – todas essas condutas podem configurar ilícito societário. A distinção entre o interesse social da companhia e o interesse pessoal do fundador, ou mesmo o interesse da família como um todo, é uma exigência que a LSA impõe e que a adoção da forma de sociedade anônima torna juridicamente operacional.[817]

7. CONCLUSÃO

As empresas familiares são o pilar da economia brasileira, mas enfrentam desafios estruturais que a informalidade e a confiança

816 GALÍCIA EDUCAÇÃO. *Abuso do poder de controle no direito societário brasileiro*. Disponível em: https://www.galiciaeducacao.com.br/blog/abuso-do-poder-de-controle-no-direito-societario-brasileiro/. Acesso em: 16 de maio de 2026.

817 PAINEL DE RISCOS. *Responsabilidade civil: abuso do poder de controle nas sociedades anônimas*. Disponível em: https://painelderiscos.com.br/responsabilidade-civil-abuso-do-poder-de-controle-nas-sociedades-anonimas-limites-e-consequencias/. Acesso em: 16 de maio de 2026.

pessoal não são capazes de resolver sozinhas. A concentração de poder no fundador, a ausência de planejamento sucessório, os conflitos entre herdeiros e a mistura entre interesse familiar e interesse social são fenômenos que impactam a viabilidade jurídica e econômica das organizações.

A Lei das S/A, ao longo de seus 50 anos de vigência, construiu um arcabouço normativo sofisticado que foi concebido para lidar exatamente com essas assimetrias. A separação de competências entre os órgãos societários (arts. 121, 138 e 143), os deveres do controlador e as limitações ao abuso de poder (arts. 116 e 117), os deveres fiduciários dos administradores (arts. 153 a 157), a flexibilidade das classes de ações (arts. 15 a 18) e o acordo de acionistas (art. 118) oferecem um conjunto coerente e articulado de soluções para os problemas centrais das companhias familiares brasileiras.

A adoção dos referidos instrumentos pode ser determinante para a diferença entre a perenidade e a dissolução de um negócio familiar. A formalização das decisões, a distribuição institucional do poder, a objetivação dos critérios de conduta dos administradores e a previsão antecipada de regras para situações de conflito são investimentos jurídicos que protegem o patrimônio construído por gerações. A Lei das S/A, 50 anos depois de sua criação, permanece surpreendentemente atual e imensamente útil para as famílias que desejam construir negócios para durar.[818]

818 MORCONE. *Conflitos internos comprometem a longevidade das empresas*. Disponível em: https://morcone.com.br/2026/04/29/conflitos-internos-empresas-familiares/. Acesso em: 16 de maio de 2026.